T.C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
YÖNETİM ORGANİZASYON BİLİM DALI

EKONOMİK KRİZLER VE KRİZ GÖSTERGELERİ: 1990 SONRASI DÜNYADA YAŞANAN KRİZLER VE TÜRKİYE KARŞILAŞTIRMASI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

DANIŞMAN
Yrd. Doç. Dr. Mete SEZGİN

HAZIRLAYAN
Fatih Mehmet EREN

KONYA 2010

ÖZET

EKONOMİK KRİZLER VE KRİZ GÖSTERGELERİ: 1990 SONRASI DÜNYADA YAŞANAN KRİZLER VE TÜRKİYE KARŞILAŞTIRMASI

Ekonomik kriz, iktisat biliminin ortaya çıkmasından bu yana iktisat yazınının incelediği konular arasında olmuştur. Dünyanın herhangi bir yerinde yaşanan bir kriz küreselleşmenin de etkisiyle kendisiyle bağlantılı olsun ya da olmasın diğer ekonomileri de etkileyebilmektedir. Özellikle 1990'lı yılların sonlarından itibaren yükselen piyasa ekonomilerinde oluşan krizler, ekonomik ve politik istikrara geçmişte yaşanan krizlerden daha fazla zarar vermektedir.

Ekonominin genel dengesini bozan bu krizleri önlemek ve krizlerin olası etkilerini minimize etmek için, birçok iktisadi düşünce geliştirilmiştir.

Bu bağlamda bu araştırmanın konusu, ekonomik kriz türlerini tanımlamak ve bu krizlerin önceden tahmin edilebilir olup olmadığını tespit etmektir.

SUMMARY

ECONOMIC CRISES, THE EVIDENCE OF ECONOMIC CRISES, COMPARING THE CRISES IN TURKEY WITH THE CRISES IN THE WORLD WHICH HAVE BEEN LIVED SINCE 1990

Economic crises, is the subject which has been studied within the economic literature since the emergence of economics as a science. A crises which is experienced in anywhere in the world, with the effects of globalization, affects all other economies whether it is connected or not. Especially, crises which is occured in the emerging economies emerging markets, has been more damaging to the economic and political stability since the end of 1990.

There are many economic analysis developed to minimise the affects or to prevent from the crises, that damages the economic balance.

In this context, the topic of this research is to define the economic crises and if we can predict these crises before or not.

BİLİMSEL ETİK SAYFASI

Öğrencinin	Adı Soyadı	Fatih Mehmet EREN
	Numarası	084227012006
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İşletme /Yönetim Organizasyon
	Programı	Tezli Yüksek Lisans X Doktora ☐
	Tezin Adı	EKONOMİK KRİZLER VE KRİZ GÖSTERGELERİ: 1990 SONRASINDA DÜNYADA YAŞANAN KRİZLER VE TÜRKİYE KARŞILAŞTIRMASI

Bu tezin proje safhasından sonuçlanmasına kadarki bütün süreçlerde bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini, tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel kurallara uygun olarak atıf yapıldığını bildiririm.

Fatih Mehmet EREN
Öğrencinin imzası
(İmza)

İÇİNDEKİLER

Tablolar Listesi……………………………..……...IV

Şekiller Listesi……………………….…………VI

Grafikler Listesi……..………………...………VI

Kısaltmalar Listesi………………………………VII

Giriş... VIII

Teşekkür XI

BİRİNCİ BÖLÜM

EKONOMİK KRİZ VE KRİZ TEORİLERİ..................1

1.1.EKONOMİK KRİZLERİN OLUŞTURDUKLARI PİYASALARA GÖRE SINIFLANDIRILMASI 3

- 1.1.1. Reel Sektör Krizleri...3
- 1.1.2. Finansal Krizler 4
  - 1.1.2.1.Bankacılık Krizleri.....................................4
  - 1.1.2.2. Dış Borç Krizleri 6
  - 1.1.2.3. Borsa Krizleri 7
  - 1.1.2.4. Para Krizleri 7

İKİNCİ BÖLÜM

2.1. KRİZLERLE İLGİLİ UYGULAMALI ÇALIŞMALAR 18

- 2.1.1. Para Krizleri ile İlgili Uygulamalı Çalışmalar .20
  - 2.1.1.1. Frankel ve Rose (1996)...........................21

2.1.1.2.Eichengreen, Rose ve Wyplosz (1996)......23

2.1.1.3. Kaminsky, Lizando ve Reinhart (1997)....24

2.1.1.4. Sachs, Tornell ve Velasco (1996)............25

2.1.1.5. Woo (2000) 26

2.1.2. Bankacılık Krizi ile ilgili Uygulamalı Çalışmalar 27

2.1.2.1. Demirgüç-Kunt ve Detragiache (1997) (1998) 27

2.1.2.2. Demirgüç-Kunt ve Detragiache................28

2.1.2.3. Hardy ve Pazarbaşıoğlu (1998) 29

2.1.2.4. Eichengreen ve Rose (1998) 29

2.1.2.5. Beck, Demirgüç-Kunt ve Levine (2003)...30

2.1.3. İkiz Krizlerle İlgili Ampirik Çalışmalar 30

2.1.3.1. Glick ve Hutchinson (1999) 31

2.1.3.2. Kaminsky ve Reinhart (1999) 31

2.1.3.3. Flood ve Marion (2001) 32

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

1990 SONRASI YAŞANAN KRİZLER 34

3.1. LATİN AMERİKA KRİZİ 35

3.2. MEKSİKA KRİZİ 38

3.3. 1995 ARJANTİN KRİZİ 41

3.4. 1997 GÜNEYDOĞU ASYA KRİZİ 45

3.5. RUSYA KRİZİ (1998) 48
3.6. 1990 SONRASI TÜRKİYE KRİZLERİ………… 50
  3.6.1. 1994 Krizi 54
  3.6.2. 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri 60
3.7. MORTGAGE KRİZİ……………………………... 75
  3.7.1. Mortgage Krizinin Türkiye Ekonomisine Etkileri.. 84

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

ERKEN UYARI GÖSTERGELERİ İLE 1990 SONRASI KRİZLERİN DEĞERLENDİRİLMESİ 100
4.1. ASYA KRİZİ 104
4.2. RUSYA (1998), TÜRKİYE (2000-2001) VE ARJANTİN (2001) KRİZLERİ 120
  4.2.1. Kriz Sinyallerinin Analizi 120
SONUÇ VE ÖNERİLER 133
KAYNAKÇA…………………………………...…135

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 3.1: Türkiye'de Son Yıllardaki Temel Ekonomik Göstergeler……………………………………………88
Tablo 3.2: Türkiye Ekonomisinin 2009 Görünümü…...94
Tablo 4.1: Asya Ülkeleri Cari Hesap Dengesi……….107
Tablo 4.2: Asya Ülkelerinin Cari Hesap/GSYİH Oranları 107
Tablo 4.3: Asya Ülkelerinin İhracat/İthalat Oranları...110
Tablo 4.4: Asya Ülkelerinin İthalat /GSYİH Oralarındaki Değişim..110
Tablo 4.5: Asya Ülkelerinin İhracat /GSYİH Oralarındaki Değişim..114
Tablo 4.6: Asya Ülkelerinin Rezerv Miktarlarındaki % Değişim 114
Tablo 4.7: Asya Ülkelerinin Rezerv Miktarlarındaki Değişim (Milyon Dolar)..116
Tablo 4.8: Asya Ülkelerinin Rezervler/İthalat Oranları 116
Tablo 4.9: Doğu Asya Ülkelerinde Kısa Vadeli Dış Borçların Rezervlerine Oranı 119
Tablo 4.10: Doğu Asya Ülkelerinde M2 / Rezervler Oranı...119

Tablo 4.11: Arjantin, Rusya ve Türkiye’nin Cari Hesap Dengeleri 122
Tablo 4.12: Arjantin, Rusya ve Türkiye’nin Cari Hesap/GSYİH Dengeleri 122
Tablo 4.13: Arjantin, Rusya ve Türkiye’nin İthalat/GSYİH Oranları 126
Tablo 4.14: Arjantin, Rusya ve Türkiye’nin İhracat/GSYİH Oranları 126
Tablo 4.15: Arjantin, Rusya ve Türkiye’nin İhracat/İthalat Oranları 129
Tablo 4.16: Arjantin, Rusya ve Türkiye’nin Rezervlerinde Meydana Gelen Değişimi (Dolar) 129

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1:Ekonomik Krizlerin Oluştukları Piyasalara Göre Sınıflandırılması 5

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1:Türkiye’nin GSYH Büyüme Hızları (%) 91

KISALTMALAR LİSTESİ

GSMH: Gayrisafi Milli Hasıla

GSYİH: Gayrisafi Yurtiçi Hasıla

IMF: Uluslararası Para Fonu

KİT: Kamu İktisadi Teşebbüsleri

TCMB: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

NAFTA: Kuzey Amerika Serbest Ticaret Antlaşması

GİRİŞ

Dünya kapitalizminin doğuşundan beri gerçekte bir dünya sistemi olduğunu ve sermayenin birikim sürecinin aslında ulusal devletlerin sınırlarından bağımsız bir oluşum gösterdiği bilinmektedir. Nitekim, Karl Marx Kapital'in daha açılış cümlesinde "… kapitalist üretim tarzının belirleyici olduğu toplumlarda zenginliğin biçiminin malların olağanüstü birikimi" şeklinde geliştiğini söylerken, sermayedarın kar güdüsünün sınır tanımadığını da açıkça dile getirmekteydi.

Dolayısıyla, ulusal ekonomilerin dünya piyasalarıyla eklemlendiği ve bütün iktisadi karar süreçlerinin giderek dünya kapitalizminin sermaye birikimine yönelik dinamikleriyle belirlendiği bir ortamda, ulusal ekonomilerde yapısal dönüşüm kaçınılmaz olmuştur. Bu yapısal dönüşüm beraberinde ulusal ekonomilerde kriz kelimesinin daha çok telaffuz edilmesine yol açmıştır.

Genel anlamda kriz kavramı tüm sosyal, ekonomik ve doğal alanlarda ortaya çıkabilir. Bu alanlardaki gelişmelerin, eski veya mevcut şartları değiştirmesi; bu değişimin sıkıntılı, köklü ve bazen de tahripkar olması krizlerin ortak özelliğidir. Kriz dönemlerinde ortaya çıkan esas durum, eskinin yetersiz kalmasıdır. Bu durum, bir krizin aynı zamanda bir yeniliğin de habercisi olduğunu gösterir.

Bir kriz türü olan ekonomik kriz ise, mevcut üretim tarzının sermaye birikimini sağlayacak noktanın gerisinde kalması, sermaye birikiminin daralması, üretim ve dolaşım bütünlüğünün kesintiye uğraması olarak tanımlanabilir. Bu tanımlama çerçevesinde bir ekonomik kriz, ekonomik yapıyı oluşturan çeşitli mekanizmaların işlerliğini kaybetmesi şeklinde ortaya çıkar.

Bu bağlamda bu araştırmanın konusu, ekonomik kriz türlerini tanımlamak ve bu krizlerin önceden tahmin edilebilir olup olmadığını tespit etmektir. Bu amaç doğrultusunda, birinci bölümde kriz tanımlamaları açıklanacaktır.

İkinci bölümde krizler konusunda uygulamalı çalışmalar, para, bankacılık ve ikiz krizler ana başlıkları altında gelişen literatür incelenecektir.

Üçüncü bölümde 1990 sonrası dünyada yaşanan Latin Amerika, Arjantin, Meksika, Rusya, Güney Doğu

Asya ve Mortgage krizleri; Türkiye de yaşanan 1994, 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizleri anlatılacaktır.

Dördüncü ve son bölümde belirlenen ekonomik kriz göstergelerinin, krizlerin tahmin edilebilmesinde olumlu neticeler verip vermediği, Güney Doğu Asya, Rusya (1998), Türkiye (2000-2001) ve Arjantin (2001) krizleri için, ülkelerin ekonomik verileri değerlendirilerek incelenecektir.

TEŞEKKÜR

Hayatlarının sonbaharında alınları iyi bir insan olabilmem için terleyen, dualarını benden esirgemeyen anne ve babama, yardımlarını esirgemeyen kardeşim değerli akademisyen Namık Kemal ERDEMİR'e tez konumun seçilmesi, çalışmaların hazırlanması ve tez çalışmasının her aşamasında eğitici ve yol gösterici katkıları için hocam; Sayın Yrd. Doç. Dr. Mehmet ALAGÖZ'e ve tez danışmanım Sayın Yrd. Doç. Dr. Mete SEZGİN'e teşekkürlerimi bir borç bilirim.

BİRİNCİ BÖLÜM

EKONOMİK KRİZ VE KRİZ TEORİLERİ

Kriz kelimesi, günlük hayatımızın en çok kullanılan kelimelerinden biri haline gelmiştir. Fransızca asıllı olan kriz kelimesi, Türk Dil Kurumu'nun Türkçe sözlüğünde "bunalım, buhran" olarak karşılık verilmiştir.

Mecaz anlamda ise, aynı sözlükte kriz, "bir toplumun, bir kuruluşun yada kimsenin yaşamında görülen güç dönem, bunalım buhran" olarak ifade edilmiştir.

Ekonomik kriz, makro düzeyde devleti, mikro düzeyde firmaları etkileyerek ciddi sonuçlar ortaya çıkaran önceden bilinmeyen ya da öngörülemeyen gelişmeler olarak tanımlanabilir. Krizler, öngörülemeyen bir anda ortaya çıkmakta tehlike ile birlikte fırsat yaratabilmekte ve yayılma etkisi gösterebilmektedir. Krizlerin süresi ise, organizasyonların krize karşı aldıkları tedbirlere ve tedbirleri zamanında uygulanmalarına bağlıdır (Aktan ve Şen, 2001: 1225).

Ekonomik kriz; mevcut üretim tarzının sermaye birikimini sağlayacak noktanın gerisinde kalması, sermaye birikiminin daralması, üretim ve dolaşım bütünlüğünün kesintiye uğramasıdır. Bir başka tanıma göre ekonomik krizler; herhangi bir mal, hizmet, üretim faktörü veya döviz piyasasındaki fiyat ve/veya miktarlarda, kabul edilebilir bir değişme sınırının ötesinde gerçekleşen şiddetli dalgalanmalar olarak algılanabilir (Kibritçioğlu, 2001: 1). Bu tanımlamalar doğrultusunda ekonomik kriz, ekonomik yapıyı oluşturan çeşitli mekanizmaların işlerliğini kaybetmesi şeklinde ortaya çıkar.

Ekonomik kriz, bir kısım teorisyen tarafından, sorunlu bir üretim tarzı olan kapitalizmin doğal bir sonucu olarak yorumlanmaktadır. Üretim ve bölüşüm sürecinde kalıcı sorunlara neden olduğu ifade edilen kapitalizmin yol açtığı sorunun temelinde üretimin insan ihtiyaçları için değil, kar için yapılması vardır. Yeni yatırımlar için artı değeri realize etmek ve dolayısıyla karı arttırmak gerekir. Kar da sermaye birikiminin temel kaynağı olduğundan, bu süreç sermaye yoğunluğunun artmasına neden olur. Sonuç olarak, üretim-tüketim dengesi bozulur ve bir eksik tüketim sorunu ortaya çıkar (Durmuş, 2009).

1.1.EKONOMİK KRİZLERİN OLUŞTURDUKLARI PİYASALARA GÖRE SINIFLANDIRILMASI

Ekonomik krizler, genellikle krizin oluştuğu piyasalara göre sınıflandırılmaktadır. Şekilde ekonomik krizler, bu ölçüte göre sınıflandırılmıştır.

1.1.1. Reel Sektör Krizleri

Reel krizler, mal-hizmet ve işgücü piyasalarındaki "miktar"larda, yani üretimde ve/veya istihdamda ciddi daralmalar biçiminde ortaya çıkan kriz türüdür. (Kibritçioğlu, 2001: 1).

Fiyatlar genel seviyesinde sürekli ve büyük oranlarda bir artış olarak tanımlanan enflasyon(Erdemir,2005:1) nedeniyle kaynaklanan Enflasyon krizi, mal ve hizmet piyasasında genel fiyat düzeyindeki sürekli artışların belirli bir sınırın üzerinde olmasıdır.

Bir reel sektör krizi olan durgunluk krizi ise, fiyatlar genel seviyesindeki artışların, ekonomide mal ve hizmet üretiminde yatırımları teşvik edecek olan düzeyden daha aşağıda gerçekleşmesi olarak tanımlanabilir.

Bir başka reel kriz türü olan işsizlik krizi ise, emek piyasasındaki işsizlik oranlarının alışılmış seviyenin üzerinde seyretmesi şeklindedir.

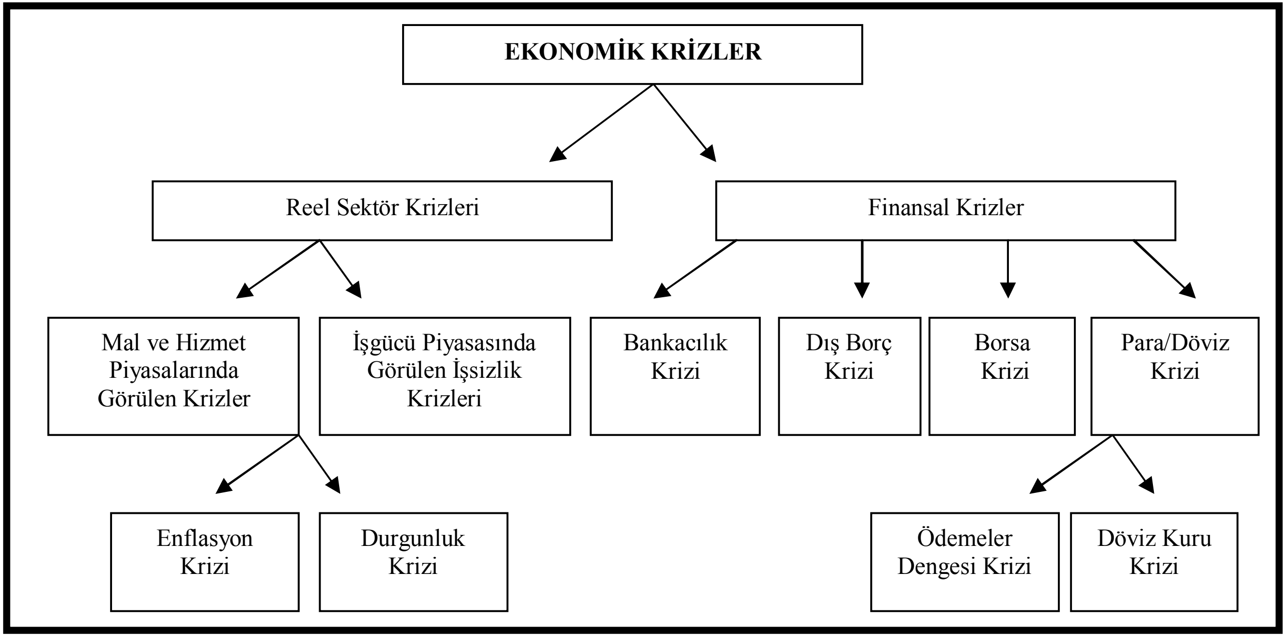
1.1.2. Finansal Krizler

Genel anlamda finansal krizler, finansal piyasalarda işlem gören döviz kurları, bono ve hisse senetleri gibi finansal araçların fiyatlarındaki ve/veya miktarlarındaki ani ve sert düşüşler olarak tanımlana bilir.

Bir finansal kriz, finansal piyasaların, işlevlerini yerine getirememesi şeklinde de tanımlanabilir. Finansal piyasaların asıl işlevi, fonları, bireylerin ya da firmaların sahip olduğu verimli yatırım alanlarına aktarmaktır. Bu aktarım mekanizmasını kuran sistem, finansal sistemdir. Finansal sistem bu aktarım mekanizmasını yerine getirmediğinde, finansal kriz ortaya çıkar.

1.1.2.1.Bankacılık Krizleri

Bankacılık krizi, finansal sisteme olan güvenin kaybolması nedeniyle, tasarruf sahiplerinin mevduatlarını geri çekmek için bankalara hücum etmeleri durumunda ortaya çıkar. Bankaların bu talepleri yerine


EKONOMİK KRİZLER
Reel Sektör Krizleri
Finansal Krizler
Mal ve Hizmet Piyasalarında Görülen Krizler
İşgücü Piyasasında Görülen İşsizlik Krizleri
Bankacılık Krizi
Dış Borç Krizi
Borsa Krizi
Para/Döviz Krizi
Enflasyon Krizi
Durgunluk Krizi
Ödemeler Dengesi Krizi
Döviz Kuru Krizi

Şekil 1: Ekonomik Krizlerin Oluştukları Piyasalara Göre Sınıflandırılması

Kaynak: Kibritçioğlu, 2001:9

getirememeleri ile mali panik krize dönüşmüş olur (Seyitoğlu, 2001: 583).

Eğer banka iflasları kapanmayla, birleşmeyle önlenemiyor ve devlet tarafından kontrol altına alınamıyorsa; iflas olmadan bile, birleşme, satın alma veya büyük ölçekli hazine yardımı yapılıyorsa bu durum bankacılık krizinin başlangıcı olarak değerlendirilir (Özer, 1999: 33). Para krizlerinin teorik modelleri üç şeklinde incelenmektedir.

1.1.2.2. Dış Borç Krizleri

Bir dış borç krizi, alınan dış borçların verimli alanlara yönlendirilmemesi, bu borçların tüketim finansmanında kullanılması ve/veya verimsiz, geri dönmesi yüksek risk taşıyan uzun vadeli yatırımlara yönlendirilmesi nedeniyle, bu borçların geri ödeme vadesi geldiğinde ekonomik sistemin bir bütün olarak sıkıntıya düşmesi şeklinde ortaya çıkmaktadır. Bir ülkenin kamu ve/veya özel sektöre ait dış borçlarını ödeyememe durumudur. Özellikle hükümetlerin dış borçlarını çevirmek ve yeni dış kredi bulma konusunda sıkıntıya düşmesi nedeni ile yükümlülüklerini ertelemesi şeklinde ortaya çıkar. Kamu sektörünün geri ödeme yükümlülüklerini yerine yetiremeyeceği şeklindeki risk algılamaları özel sermaye girişlerinde şiddetli bir düşüşe ve bir döviz krizine yol açabilir (Delice, 2003: 61).

1.1.2.3. Borsa Krizleri

Bir borsa krizi en basit anlamda, borsada işlem gören menkul kıymetlerin değerlerindeki yüksek düşüşler olarak tanımlanabilir. Bu kriz türü, borsa da işlem gören çeşitli menkul kıymetlerin türüne göre oluşturulan endekslerde veya borsanın genel bileşik endeksinde büyük düşmeler şeklinde kendini gösterir.

1.1.2.4. Para Krizleri

Piyasada spekülatif bir atağın başlaması ile birlikte “buluşma” ve “sürü davranışı” etkisiyle piyasadaki diğer katılımcılarda hızla yerli parasal aktiflerden yabancı para cinsinden aktiflere kaydırabilirler. Bu durum sabit kur sistemini benimseyen ya da döviz kurunu çıpa olarak kullanan Merkez Bankasının döviz rezervlerinin erimesine veya devalüasyona neden olur. (Parasız ve Başoğlu, 2001: 109)

Para krizlerinin literatürdeki tanımlamaları farklılık göstermekte; ancak tanımlamalar döviz kurundaki yüksek oranlı değişmeler ve devalüasyon üzerinde yoğunlaşmaktadır. Bu şekilde yapılan para krizi tanımlamalarında, devalüasyonlar ile veya ulusal paranın değer kaybıyla ilişki kurulurken; aynı zamanda yurtiçi faiz oranlarındaki aşırı dalgalanmalar ve/veya uluslararası rezervlerdeki kayıplar da yer almaktadır (Kibritçioğlu, 2001: 15). Bu açıdan bir para krizi, en basit anlamda, uluslararası rezervlerde bir kayba ve ulusal paranın devalüasyonuna yol açacak spekülatif atak dönemi olarak tanımlanabilir.

Para krizleri birinci nesil kriz modelleri, ikinci nesil kriz modelleri ve üçüncü nesil kriz modelleri şeklinde incelenmektedir.

Birinci nesil kriz modeli; Geleneksel kriz modelleri de denilebilen Birinci Nesil Kriz Modelleri'nin temel çıkış noktası, Salant ve Henderson tarafından 1970'li yılların ortalarında geliştirilmiştir. Salant ve Henderson'ın çıkış noktası ise, tükenebilir kaynaklar piyasasında hükümetin yapmış olduğu fiyat sabitlemeleridir. Salant ve Henderson özellikle o yıllarda gündemde olan altın fiyatlarının ve resmi altın stoklarının esas alınması ile para krizlerinden çok, reel piyasalarda uygulanan istikrar programlarına odaklanmışlardır. Bu iktisatçıların amacı, altın fiyatlarının seyri ile ilgili olarak hükümetin politikası hakkında oluşan beklenti etkilerinin açıklanmasıdır (Salant ve Henderson, 1978: 628).

Salant ve Henderson'ın çalışmasında altın gibi bir kaynağın seçilmesinin nedeni, altının tükenebilir ancak arzının artırılamaz bir kaynak olmasıdır. Bu açıdan altın fiyatlarının hareketlerinin izlenmesi, "Standart Tükenebilir Kaynaklar Teorisi"ni (the standart theory of exhaustible resources) anlamakta iyi bir seçim olmuştur (Salant ve Henderson, 1978: 628). Bir ülke hükümeti için dövizin tükenebilir ve arzının kolayca artırılamaz bir kaynak olması, bu modelin döviz piyasalarına da uygulanabilirliğini sağlamıştır.

Krugman (1979) tarafından ortaya atılan ve Flood ve Garber (1984) tarafından geliştirilen BKM benzer bir düşünceyle oluşturulmuştur. Bu modelin açıkladığı finansal krizlerin temelinde ciddi bir mali genişleme yatmaktadır. Bu genişlemeyi; zayıf denetim, gizli ve açık mevduat garantileri ve bankacılık sektöründe yaşanan şeffaflık eksikliği izlemiştir. Buna bağlı olarak krizler, aşırı değerlenmiş kuru ve düşük ihracatı beraberinde getirmiştir (Kaminsky ve Reinhart, 1998: 444)

Modelde sabit döviz kuru rejimi öngörülmekte ve krizin, para talebi artışının çok üzerinde seyreden yurt içi kredi artışına bağlı olarak ortaya çıktığı ifade edilmektedir. Aslında sabit döviz kuru, finansal krizlere karşı bir nominal çıpa görevi görebilir. Nitekim Feldstein'a göre sabit döviz kuru uygulaması, fiyat istikrarının sağlanmasına yardımcı olan, yabancı sermaye girişlerini teşvik eden ve döviz kuru oynaklığını ortadan kaldırma yoluyla faiz oranlarının düşük kalmasını sağlayan bir araçtır. Bu yönleriyle finansal istikrarı sağlayıcı olmasına rağmen bazı durumlarda finansal istikrarı bozucu etkilere yol açabilir. Örneğin; yurt içi fiyat seviyesinin diğer ülkelere kıyasla çok daha hızlı artması veya yurt dışı nakdin nominal değerinde, yurt içi nakdin sabitlenmediği değere doğru nispi bir azalış yaşanması nedeniyle reel döviz kuru aşırı değerlenebilir. Borç veren yabancı firmalar, yüksek faiz oranlarından etkilenip borç vermeyi sürdürebilirler ki bu yolla artan cari açığın finansmanı karşılanmaya devam eder. Ancak sonuçta devalüasyon korkusu, yüksek faiz getirisinin cazibesine galip gelir ve bu noktadan sonra yabancılar, borç verme kapasitelerini daha fazla arttırmazlar, sonuçta nakit önemli ölçüde azalır (Feldstein, 2002:6).

Ayrıca bu modelde, sabit döviz kuru sistemi geçerli iken yurtiçi kredi hacminin para talebinden daha çok artması da uluslararası rezervlerin yavaş ancak sürekli azalmasını sağlar. Böylece ülke parasına yönelik spekülatif bir saldırı ortaya çıkar. Bu saldırı, rezervleri hızla tüketir ve otoriteleri, pariteyi terk etmeye zorlar. Ekonomik ajanlar, sabit döviz kuru sisteminin sonunda çökeceğini ve saldırı yapmadıkları zaman sermaye kayıplarına uğrayacaklarını anladıkları için, süreç bir saldırı ile son bulur.

Birinci nesil kriz modeli bu tür krizleri bütçe açıklarının kontrolsüz para basılarak finanse edilmesi ya da sabit döviz kuru sistemini koruma girişimi gibi ekonomi politikaları arasındaki tutarsızlığın bir sonucu olarak açıklar. Merkez Bankası, yeterli düzeyde rezerve sahipse bu tutarsızlık ile geçici olarak başa çıkabilir, ancak, bu rezervler yetersiz kalmaya başladığında spekülatörler harekete geçecektir.

Bu model finansal kriz literatürüne bazı önemli katkılar sağlamıştır. Bunlardan birincisi, pek çok para krizinin yurtiçi para politikası ile döviz kuru arasındaki tutarsızlığı açıkça yansıtmasıdır. İkincisi, yerli paradan milyarlarca dolarlık ani kaçışların sadece yatırımcıların ya da piyasayı yönlendirenlerin isabetsiz kararlarına bağlı olamayacağının ortaya konmasıdır. Bu modele göre, fiyatların istikrarsız hale gelmesi sonucunda o parayı elde tutmak karsız olacak ve spekülatif sermaye kaçışları istikrar programının sona ermesine sebep olacaktır.

Kanonikal kriz modeli, aşırı mekanik ve tek yönlü olmasından dolayı eleştirilmiştir. Bu eleştiriler, hükümetin bütçe açıklarını kontrolsüz bir biçimde para basarak finanse etmesi ve Merkez Bankası'nın ekonomik gidişata bakmaksızın rezervlerindeki son dolar tükeninceye kadar döviz kurunu baskılaması varsayımlarından kaynaklanmıştır. Aslında bütçe sürekli açık verdiğinde bile hükümetin para basımının dışında başka politika seçenekleri de vardır. Merkez Bankası'nın da döviz piyasasına müdahale ederek döviz kurunu savunmasından başka daraltıcı para politikası uygulamak gibi araçları bulunmaktadır. Ayrıca modele göre sabit döviz kurunun sürdürülebilirliği tamamen ekonomik ajanların davranışlarından bağımsız, dışsal olarak varsayılmıştır. İşte bu varsayımlar eleştirilere konu olmuş ve ikinci nesil kriz modelleri gündeme gelmiştir.

*İkinci nesil modeller;*Birinci nesil modellerin aksine ikinci nesil modellerde, iktisadi ajanların beklentileri ile fiili politika sonuçları arasındaki etkileşim esas alınmış ve bu etkileşimin kendi kendini besleyen krizlere yol açacağı belirtilmiştir.

Krugman'ın kanonikal kriz modeli çalışmasında, zayıf ekonomik göstergelerin (fundamentals) para krizlerinde tetikleyici bir rol oynadığı ileri sürülmüştür. Diğer taraftan ikinci nesil kriz modelleri de ekonomide zayıf göstergelerin rolünü reddetmemiştir. Ancak, finansal krizlerin her zaman zayıf göstergeler tarafından belirlenmesi şart değildir. Bunun anlamı bütün spekülatif saldırıların zayıf göstergelerden kaynaklanmamasıdır.

Obstfeld'in 1994 yılında geliştirdiği ikinci nesil kriz modellerinin üç temel bileşimi bulunmaktadır. Birincisi, hükümetin sabit döviz kuru sistemini terk etmek istemesinin bir nedeni vardır. İkincisi, hükümetin sabit döviz kuru sistemini korumak istemesinin de bir nedeni vardır. Üçüncüsü ise, krize sebep olan kısır döngünün meydana gelebilmesi için döviz kurunu sabit tutmanın maliyetinin, bundan elde edilecek faydaları aştığına olan inancın yaygınlaşmasıdır. Bu modele göre ekonomi politikaları rasyonel olarak belirlenir ve yapılan fayda maliyet analizi sonucunda sabit döviz kuru sisteminin sürdürülüp sürdürülemeyeceğine karar verilir. Sabit döviz kuru sistemini devam ettirmenin yararları, enflasyon baskısının azalması ile ticaret ve yatırımı teşvik edecek bir ekonomik ortam yaratmaktır. Sabit döviz kuru sisteminin maliyeti ise, yüksek faiz oranları ile ücretlerde aşağıya doğru yapışkanlık söz konusu olduğunda, artan işsizlik oranı ile karşılaşılmasıdır.

Eğer gelecekte paranın devalüe edileceği beklentisi hakim ise, sabit döviz kuru sistemini korumanın maliyeti yüksek olur. Spekülatif hareketlerin oluşması, paranın beklenenden önce devalüe edilmesine yol açar. Bu anlamda halk, gelecekte paranın devalüe edileceği beklentisini taşıyorsa sabit kuru korumanın maliyeti artacaktır. Örneğin devalüasyon beklentisi taşıyan tasarruf sahipleri, paralarının değer kaybedeceğini düşünerek yüksek faiz oranları talep edecekler, bu da mevcut borç yükünü arttırarak devalüasyonu zorunlu hale getirecektir. İşçi sendikalarının da aynı beklenti içerisinde olduğu düşünüldüğünde sendikalar daha yüksek ücret düzeyi belirleyecekler bu durum, maliyet artışlarına sebep olarak ülkenin rekabet gücünü zayıflatacak ve nihayet bu gücün yeniden kazanılabilmesi için devalüasyon zorunlu hale gelecektir.

Bu modelin dayandığı en önemli varsayım, ekonomi politikalarının önceden belirlenmediği, ekonomik değişmelere tepki olarak uygulamaya başlandığı ve ekonomik birimlerin, beklentilerini oluştururken bu durumu dikkate aldığıdır. Sonuç olarak ikinci nesil kriz modeli, finansal krizlerin sebebini uzun dönemde sabit döviz kurunun sürdürülmesini imkansız hale getiren hükümet politikalarındaki tutarsızlıklara bağlamıştır.

İkinci nesil kriz modelleri, global finansal piyasaların yapısını daha iyi açıklamakla birlikte, analizin temel taşını oluşturan beklentilerdeki değişmenin nedenlerini açıklamakta yetersiz kaldığı için eleştirilmiştir.

Görüldüğü gibi birinci nesil kriz modelleri finansal krizleri açıklarken zayıf ekonomik göstergelere özel bir önem vermiştir. Benzer şekilde ikinci nesil kriz modelleri de zayıf göstergelerin önemini vurgulamıştır.

*Üçüncü nesil modeller;*1997 yılının Temmuz ayında, Asya ekonomilerinden bazıları beklenmedik bir kriz dalgası ile sarsılmıştır. Ekonomiyi vuran bu kriz ne birinci ne de ikinci nesil kriz modellerinin öne sürdüğü dengesizliklerden kaynaklanmıştır. Örneğin, bu ülkeler 1990'lı yıllarda güçlü bir büyüme performansı yakalamışlar ve sağlıklı mali dengeye kavuşmuşlardır. Asya krizinin kaynağı hakkında bazı anlaşmazlıklar olsa da, bu ülkelerdeki finansal yapının kırılganlığının krizin ana nedeni olduğu konusunda fikir birliğine varılmıştır. Gözlemlenen finansal kırılganlığın anahtar özelliklerinden bir tanesi kurumların ve bankaların dış borç düzeyinin aşırı artmasıdır. Varolan kur rejimi finansal arabuluculuğu (dışardan borçlanma ve bu yolla yurt içi firmalara borç verme) kolaylaştırmıştır. Bu şekilde yurtdışından borçlanarak, finansal arabuluculuk yapma işlemi, ödemeler dengesini bozarak devalüasyona olan duyarlılığı arttırmıştır. Bu deneyim krizlerde finansal sektör dengesizliklerinin rolünü açık bir biçimde ortaya koyan üçüncü nesil modellerinin oluşturulmasına neden olmuştur.

Bu yeni modelin bir takım ayırt edici özellikleri vardır. Bunlardan bir tanesi, yükselen piyasalarda yatırım yapma ile özdeşleşen riskin, ahlaki tehlike ve asimetrik enformasyon problemlerine yol açmasıdır. Banker ve portföy yöneticilerinin sürü psikolojisine girmesi, ülkeler arasında finansal ve ticari ilişkiler gibi bazı işlem kanalları yoluyla uluslararası bulaşma etkisi görülmesi de diğer özellikleridir.

Üçüncü nesil modelleri potansiyel erken uyarı sinyali olarak finansal kırılganlığın ölçülmesinde bir çok tahmin seti geliştirmiştir. Bu göstergeler sermaye giriş çıkışları, dış borçlanma ve dış borçlara yönelik faiz ödemeleri ile ilişkilendirilmiştir.

İKİNCİ BÖLÜM

2.1. KRİZLERLE İLGİLİ UYGULAMALI ÇALIŞMALAR

Finansal krizler ülkeler için her zaman korkulan ve önemini koruyan bir konu olmuştur. Son yıllarda, yükselen piyasalarda ekonomik, sosyal ve siyasal çöküntülerle sonuçlanmış çok sayıda finansal kriz görülmüştür. Bu finansal krizlerin birçoğu ekonominin kendi içindeki sorunlardan kaynaklanmış, aynı zamanda diğer piyasalara da bulaşarak yayılma sergilemiştir. Sonuç olarak, uluslararası finansal kurumlar, ekonomik zayıflık ve yükselen piyasalar arasındaki duyarlılık gibi böylesi olayları önceden tahmin edebilmek amacıyla "erken uyarı sistemi modelleri" geliştirmişlerdir (Bussiere and Fratzscher, 2002: 5).

Finansal krizlerin tahmin edilebilmesi için hangi parametrelerin gösterge olabileceği üzerine bir çok ampirik çalışma yapılmıştır. Kaminsky, Lizondo ve Reinhart, bu çalışmaları kullandıkları metodolojilere göre dört ana gruba ayırmaktadır (Kaminsky vd, 1997: 8).

İlk grupta yer alan çalışmalar para krizlerinin nedenlerini ve krizlere yol açan gelişmeleri sadece niteliksel olarak tartışmaktadır. Bu çalışmalarda sık sık bir ya da daha fazla göstergenin gelişimi vurgulanmakta ve krizlerin tahmin edilmesinde çeşitli göstergelerin kullanılabilirlikleri konusunda hiçbir sınama yapılmamaktadır. Bu gruba giren çalışmalar arasında Dornbusch, Goldfajn ve Valdes (1995) aşırı değerlenmiş döviz kurunu, Goldfajn (1996) banka kredilerindeki bir patlamayı vurgularken, Krugman (1996) yüksek borç düzeyi üzerinde yoğunlaşmış, Milesi, Ferretti ve Razin (1995) ise hizmet maliyetlerine farklı bir önem vermiştir.

İkinci grup çalışmalar, para krizi öncesi dönem ile kriz sonrası dönemin karakteristik özelliklerini inceler. Eichengreen, Rose ve Wyplosz (1995), Frankel ve Rose (1996) ve Moreno (1995) değişkenlerin kriz öncesi davranışları, sakin dönem (tranquil times) olarak da adlandırılan kriz olmayan dönem ile karşılaştırmıştır. Edwards (1989), Edwards ve Santaella (1993) ve Kamin (1988)'in çalışmalarında ise kriz olmamış ülkeler kontrol grup olarak ele alınmıştır. Parametrik ve parametrik olmayan testler kullanılarak yapılan çalışmada, kriz olmayan dönem ve kontrol grup arasında sistematik olarak bir farklılık olup olmadığı değerlendirilmiştir. Bu testler potansiyel göstergeler listesinin daraltılması açısından faydalı olmuştur.

Üçüncü grup çalışmalar, genellikle belli bir teorik modelden yola çıkarak bir ya da birkaç dönem sonrası için devalüasyon olasılığını tahmin etmektedir. Bu çalışmalar tek bir ülke ile ilişkili olduğu gibi birden fazla ülkeyi de kapsayabilmektedir. Bunlardan bazıları aynı zamanda devalüasyonun büyüklüğünü de öngörmektedir.

Dördüncü grup çalışmalar ise Kaminsky, Lizondo ve Reinhart'ın kullandığı yönteme dayanır (Kaminsky vd., 1997: 9). Yapılan ampirik çalışmalardan en geniş ve ayrıntılı olanı Kaminsky, Lizondo ve Reinhart'ın Sinyal yaklaşımı modelidir. Bu bölümde 1990'lı yıllarda para krizleri, bankacılık krizleri ve ikiz krizlerle ilgili yapılan uygulamalı çalışmalar incelenecektir.

2.1.1. Para Krizleri ile İlgili Uygulamalı Çalışmalar

Para krizlerinin sistematik erken uyarı sistemi ile tahmin edilebileceği ya da bu krizlerin piyasanın doğasından kaynaklandığı için tahmin edilemeyeceği yönündeki görüşler birçok çalışmanın ortaya konulmasına neden olmuştur. 1990'lı yıllarda yaşanan krizler, para krizlerinin tahmin edilip edilemeyeceği konusunu gündeme getirmiştir. Para krizleri ile ilgili uygulamalı çalışmalar 1990 sonrası yapılan çalışmalar şeklinde ele alınacaktır. 1990'lardan önce yaşanan para krizlerinin tahmin edilmesinde, anlamlı değişkenlerin olduğu düşünülmektedir. Özellikle birinci nesil modellerdeki açıklayıcı ekonomik değişkenler, krizin tahmin edilmesinde faydalı olarak görülmüştür. 1990'lı yıllarda yaşanan spekülatif ataklar ise, özellikle de Avrupa'da yaşananlar dikkate alınınca, para krizlerinin çoğunlukla hükümetlerin mali ve parasal disipline ulaşmadaki yetersizliklerinden kaynaklandığı görüşüne karşı çıkılmasına neden olmuştur. Birçok ülkede yaşanan para krizleri genişlemeci politikalardan kaynaklanmamıştır. Krizlerin nedenlerini anlamak için yeni uygulamalı modeller kullanılmıştır. Frank ve Rose (1996); Eichengreen, Rose ve Wyplosz (1996); Sachs, Tornell ve Velasco (1996); Kaminsky, Lizando ve Reinhart (1997) bu çalışmalardandır.

2.1.1.1. Frankel ve Rose (1996)

Frankel ve Rose (1996)' da, 100'ün üzerinde gelişmekte olan ülkenin 1971 – 1992 yılları arası yıllık verileri kullanılmıştır. Para krizleri, paranın nominal devalüasyonunun yılda en az %25 olması ve devalüasyon oranının bir önceki yıla göre en az %10 oranında artması olarak, nominal kurlarda ve nominal devalüasyon oranlarında geniş ölçüde yaşanan değişimler olarak tanımlanmıştır. Çalışmada borç, borç seviyesi bileşimi ve çeşitli yabancı makroekonomik faktörler sınanmış ve değişkenler dört kategoride ele alınmıştır.

-Yurtdışı değişkenler: Gelişmiş ülkelerdeki faiz oranları ve gelişmiş ülkelerdeki üretim seviyesi

- Ulusal makroekonomik göstergeler (üretim, mali ve parasal şoklar)

-Dışsal değişkenler (Paranın aşırı değerlenmesi, cari hesap ve borçluluk seviyesi)

- Borç kompozisyonudur.

Model sonuçlarından döviz rezervlerinin ve doğrudan yabancı yatırımların azalmasının, yurtiçi kredi oranının ve faizlerin artmasının kriz olasılığını arttırıcı yönde etkisi olduğu tespit edilmiştir (Topcu ve Mutan, 2009: 39).

2.1.1.2.Eichengreen, Rose ve Wyplosz (1996)

Eichengreen, Rose ve Wyplosz (1996)’da, para krizlerinin bir ülkeden diğer ülkeye yayılması ve spekülatif atakların ilişkisi irdelenmektedir. Yayılmacı para krizlerini test etmek amacıyla, 20 sanayileşmiş ülkenin 1959-1993 yılları arası üç aylık verileri kullanılmış ve yayılmacı etkiler ile ilgili kanıtlar bulunmuştur. Dünyanın herhangi bir yerindeki meydana gelen spekülatif atak, ulusal paraya yönelik atak olasılığını artırmaktadır. Yapılan tahminlere göre, yabancı bir ülkedeki paraya yapılan atak, ulusal paradaki atak olasılığını %8 oranında artırmaktadır. Bu çalışmada spekülatif atakların uluslararası yayılmasının, iki yolla gerçekleştiği dikkate alınarak test edilmiştir. İlk yol, atağın ticari ilişkiler ile ülkeler arasında yayılmasıdır. Atağın yayılmasının diğer nedeni ise, ülkelerin makroekonomik benzerlikleridir. Çalışmanın sonucunda, benzer makroekonomik yapıya sahip ülkelere göre, aralarında uluslararası ticaret ilişkisi olan ülkelerde yayılmanın daha kolay gerçekleştiği bulunmuştur. (Eichengreen, B.; A. Rose and C. Wyplosz, 1997)

2.1.1.3. Kaminsky, Lizando ve Reinhart (1997)

Kaminsky, Lizando ve Reinhart (1997)’de, 15 gelişmekte olan ve 5 gelişmiş ülkenin verileri incelenerek, para krizlerinin tahmin edilebilirliği, sinyal yaklaşımı kullanılarak test edilmiştir. Sinyal yaklaşımı modeli, kriz öncesi farklı davranışlar gösterebilecek seçilmiş göstergelerin izlenmesine dayanmaktadır. Bu metot, 1970-1995 yılları arası aylık verilerle 20 ülkedeki 79 krize uygulanmıştır. Modelde; uluslararası rezervler, ithalat, ihracat, dış ticaret hadleri, reel döviz kurunun normal trendinden sapması, iç ve dış reel faiz oranları arasındaki fark, reel M1 talebi ile mevcut M1 değeri arasındaki fark, M2 çarpanı, iç kredilerin GSYİH’ ye oranı, reel mevduat faiz oranı, kredi/mevduat oranı, banka mevduatları, M2’nin brüt uluslararası rezervlere oranı, üretim indeksi ve sermaye piyasaları indeksi olarak 15 tane gösterge seçilmiştir. Uygulama sonucu reel döviz kuru, M2/brüt uluslararası rezervler, sermaye piyasası indeksi, üretim ve ihracat artışı göstergelerinin en önemli sinyalleri verdiği kabul edilmiştir. 1970-1995 yılları arasında gözlenen krizlerin yaklaşık %70’inin sinyallerle yakalanabildiği görülmüştür**.** Bulgulara göre ihracat, reel döviz kuru oranı, para/uluslararası rezervler, üretim fiyatları gibi değişkenler ile elde edilen sinyaller sonucu krizler tahmin edilebilmektedir. (Kaminsky, Lizondo and Reinhart, 1997: 3-4)

2.1.1.4. Sachs, Tornell ve Velasco (1996)

Sachs, Tornell ve Velasco (1996) çalışmasının temelini, 1995 yılı boyunca bazı yükselen piyasaların kriz yaşarken neden bazılarının kriz yaşamadığının incelenmesi oluşturmaktadır. Ayrıca çalışmada, finansal krizlerin çeşitliliğinin ekonomik temellerle açıklanıp açıklanamayacağı ya da bu krizlerin sadece yayılma etkisinden mi kaynaklandığı tartışılmaktadır. Meksika devalüasyonun dan sonra bazı ülkelerin finansal krizlere karşı neden daha savunmasız olduğunun incelendiği bu çalışmada, parasal piyasalarda görülen riskler ölçülmeye çalışılmıştır. Gelişmekte olan 20 ülkenin 1994-1995 baskı indeks değişkeni hesaplanmıştır. Faiz oranlarının dikkate alınmadığı hesaplamada reel döviz kurlarının, banka kredi genişlemelerinin ve ülkenin M2/rezervlerinin doğrusal olmayan bileşiminin baskı indeks hareketlerinde önemli tahmin ediciler olduğu bulunmuştur. (Sach, Tornell and Velasco, 1996)

2.1.1.5. Woo (2000)

Woo (2000)'de, 1997-1998 yıllarında Malezya, Endonezya, Filipinler, Kuzey Kore ve Tayland'da yaşanan para krizinin, makro ekonomik temellerin kötüye gitmesinden mi yoksa finansal bulaşmadan mı kaynaklandığı araştırılmıştır. Çalışmanın ilk bölümünde, yeni bir reel döviz kuru indeksi oluşturarak 5 Asya ülkesindeki para ve fiyat değişmeleri incelenmiştir. Araştırmanın sonucunda, ülkelerin ticaretteki rekabet avantajlarını kaybetmeleri ile krizin ilerlemesi arasında ilişkinin belirsiz olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmanın ikinci bölümünde ise, 1996 yılı verileri çoklu modeller kullanılarak 1997'de bu beş Asya ülkesindeki para krizi tahmin edilmeye çalışılmıştır. Bağımlı değişkenin paranın reel değer kaybının, bağımsız değişkenlerin makro ekonomik politika değişkenlerinin, ticari sektör rekabet göstergesinin ve döviz kurunu desteklemedeki hükümet politikalarının seçildiği çalışma sonucunda makro ekonomik temellerin para krizini tahmin etmede başarılı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

2.1.2. Bankacılık Krizi ile ilgili Uygulamalı Çalışmalar

Son dönemlerde ülkelerin karşılaştıkları finansal kriz türlerinden bir diğeri de bankacılık krizleridir. Bankacılık krizlerinin para krizlerine göre daha maliyetli olması ve daha uzun sürmesi nedeniyle bu kriz türü literatürde önemli bir yer tutmaktadır. Bu alt bölümde bankacılık krizi ile ilgili; Demirgüç-Kunt ve Detragiache (1997) (1998), Demirgüç-Kunt ve Detragiache (2000), Hardy ve Pazarbaşıoğlu (1998), Beck, Demirgüç-Kunt ve Levine (2003) uygulamalı çalışmaları ele alınacaktır.

2.1.2.1. Demirgüç-Kunt ve Detragiache (1997) (1998)

Demirgüç-Kunt ve Detragiache (1997,1998)'de, 65 sanayileşmiş ve gelişmekte olan ülkenin 1980-1994 yılları arası makroekonomik ve kurumsal verileri sistemik bankacılık krizlerinin belirleyici faktörlerini saptamak amacıyla çoklu değişken modeller kullanılarak incelenmiştir. Açıklayıcı değişkenler olarak büyüme, faiz oranları, devalüasyon, M2/rezerv oranları, GSYİH/sermaye, banka varlıkları, mevduat güvencesi, zayıf kanunlar ve düzenlemeler seçilmiştir. Çalışmanın sonucunda, krizlerin zayıf makro ekonomik çevrenin olduğu, özellikle düşük büyüme ve yüksek enflasyonun yaşandığı ülkelerde daha fazla çıkma eğiliminde olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Ayrıca yüksek reel faiz oranlarının sistemik bankacılık problemleri ile yakından ilişkili olduğu tespit edilmiştir. Ödemeler dengesi krizlerine karşı savunmasızlık ve zayıf yasal uygulamaların olduğu ülkelerde açık mevduat güvenceleri risk unsuru olarak saptanmıştır (Demirgüç, Kunt and Detragiache, 1998: 98-100).

2.1.2.2. Demirgüç-Kunt ve Detragiache

Demirgüç-Kunt ve Detragiache (2000)'de, gelişmiş ve gelişmekte olan 61 ülkenin 1980-1997 verileri çok değişkenli modeller kullanarak, açık mevduat güvencelerinin banka istikrarı üzerindeki etkilerini incelenmiştir. Açık mevduat garantilerinin; finansal serbestleşmenin daha fazla olduğu ve zayıf kurumsal çerçeveye sahip olan ülkelerde kriz olasılığını artırdığı tespit edilmiştir. Açık mevduat garantileri, banka faiz oranlarının düzenlenmediği ve kurumsal çerçevesi zayıf ülkelerde banka kırılganlığını artırma eğiliminde olmaktadır. Ayrıca açık mevduat garantilerinin sigorta kapsamı uzadığında, devlet tarafından fonlandığında ahlaki tehlike ve ters seçim sorunu yarattığı sonucuna ulaşılmıştır.

2.1.2.3. Hardy ve Pazarbaşıoğlu (1998)

Hardy ve Pazarbaşıoğlu (1998)'de, gelişmiş ve gelişmekte olan 50 ülkenin 1980-1997 yılları arası makroekonomik ve finansal değişkenleri öncü göstergeler olarak belirlenerek Asya Krizi tahmin edilmeye çalışmıştır. Çalışmada, GSYİH büyümesi, tüketim büyümesi, yatırım büyümesi, mevduat, kredi ve yabancı sorumluluklar gibi göstergeler kullanılmıştır. Ülkelerin GSYİH büyüme oranları düştüğünde, yurtiçi kredilerin büyümesi hızlandığında, enflasyon, yurtiçi faiz oranları ve sermaye girişi yükseldiğinde kriz riskinin arttığı bulgusuna ulaşılmıştır (Ural ve Balaylar, 2007: 52)

2.1.2.4. Eichengreen ve Rose (1998)

Eichengreen ve Rose (1998)'de, gelişmekte olan 100 ülkenin 1975-1992 yılları arası makroekonomik ve finansal verileri, bankacılık krizlerinin sebeplerini ve oluşma sıklığını bulmak amacıyla analiz edilmiştir. Çalışmanın sonucunda, yükselen piyasalarda yaşanan bankacılık krizlerinde ters dışsal koşulların önemli bir şekilde etkili olduğu bulunmuştur. Özellikle gelişmiş ülkelerdeki faiz oranlarının yüksekliği, gelişmekte olan ülkelerdeki bankacılık krizlerinin başlamasında kuvvetli bir şekilde etkili olmaktadır. Gelişmiş ülkelerin faiz oranlarındaki %1'lik artışın, gelişmekte olan ülkelerdeki bankacılık krizi olabilirliğini yaklaşık %3 oranında artırmakta olduğu tespit edilmiştir.

2.1.2.5. Beck, Demirgüç-Kunt ve Levine (2003)

Beck, Demirgüç-Kunt ve Levine (2003)'de, banka yoğunlaşmalarının, banka düzenlemelerinin ve ulusal kurumların sistemik bankacılık krizine olası etkilerini incelemek amacıyla, 70 ülkenin 1980-1997 yılı verileri incelenmiştir. İncelemede logit olasılık modeli kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, yoğunlaşmış bankacılık sisteminin, bankaların rekabet ve faaliyetlerine yönelik kısıtlayıcı düzenleme azlığının ve rekabeti teşvik eden kurumların varlığının bankacılık kriz olasılığını azaltıcı etkilerinin olduğu bulunmuştur.

2.1.3. İkiz Krizlerle İlgili Ampirik Çalışmalar

1990'lı yıllarda para krizleri ve bankacılık krizlerinin birbirini beslediği ve/veya birlikte oluştuğu gözlemlenmiştir. Bu çerçevede aşağıda ikiz krizlerle ilgili son dönemlerde yapılan uygulamalı çalışmalar ele alınacaktır.

2.1.3.1. Glick ve Hutchinson (1999)

Glick ve Hutchinson (1999)'da bankacılık ve parasal krizlerin sebepleri, krizlerin tek tek ve birlikte oluşumu dikkate alınarak ölçülmeye çalışılmıştır. Sanayileşmiş ve gelişmekte olan 90 ülkenin 1975-1997 verileri probit yöntemi kullanılarak incelenmiştir. İkiz krizlerin, finansal serbestleşmenin sağlandığı yükselen piyasalarda daha yaygın olduğu, bankacılık krizlerinin para krizlerine öncü gösterge olduğunu ancak para krizlerinin bankacılık krizlerine öncü olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

2.1.3.2. Kaminsky ve Reinhart (1999)

Gelişmiş beş ve gelişmekte olan on beş ülke üzerine 76 para ve 26 bankacılık krizlerini inceleyen Kaminsky ve Reinhart (1999 ve 2000), krizlerde çoğunlukla bankacılık sektörü problemlerinin finansal krize yol açtığını ve bunun akabinde ödemeler bilançosu krizlerinin geldiğini ve en sonunda da ekonominin reel sektöründe krizlerin ortaya çıktığını belirlemişlerdir. Bu iki araştırmacı, ekonomide bankacılık krizinin kestirilmesinin gelecekteki bir para – finans ve reel sektör krizlerinin bilinmesine yardımcı olacağını ileri sürmektedirler. Fert başına milli gelir seviyesinin 1991, 1994 ve 1999 tarihlerinde olmak üzere üç kez negatif büyümenin yaşandığı 1990 – 2000 dönemindeki Türkiye ekonomisinde iki defa IMF ile stand-by anlaşması imzalanarak istikrar politikaları uygulamıştır. Kaminsky ve Reinhart'in tespitlerine paralel olarak, 1994 ve 2000 krizlerinin ikisinde de ulusal para talebinden kaynaklanan mali sektör sıkıştırmalarının yarattığı likidite krizi, krizi başlatan etken olarak kabul edilmektedir. 2001 Ocak-Mart sonuna kadar geçen sürede yaşanan kriz ise, finansal krizin yansıması olarak, aynen 1994 krizi gibi dövize aşırı talepten kaynaklanmış ve döviz krizi olarak ekonomide yansımaları ortaya çıkmış ve en sonunda 1994, 2000 ve 2001'de yaşanan krizler reel ekonomide daralmaları da beraberinde getirmiştir (Topallı, 2006: 46 – 49).

2.1.3.3. Flood ve Marion (2001)

Flood ve Marion (2001)'de, 1990'lı yıllarda Meksika ve Asya'da yaşanan finansal krizler gözlemlenerek, bankacılık ve para krizlerinin müşterek dağılımına (joint distribution) yönelik bir çalışma yapılmıştır. Hükümetlerin sabit döviz kuru izlemesi ve bütçe açığı finansmanı arasındaki politika tutarsızlığının özel sektörün tepkisine neden olduğu bulunmuştur. Hükümetlerin politika tutarsızlıkları sonucunun bilinmesi ve hükümetlerin kalıcı açıklarının finansmanı nedeniyle para krizlerinin kaçınılmaz olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

1990 SONRASI YAŞANAN KRİZLER

Kapitalizm yirminci yüzyılın başlarında büyük şirketlerin yükselişiyle dönüşüm geçirmiş; İkinci Dünya Savaşı'nın ardından az sayıdaki büyük şirket çoğu sanayiyi denetimi altına almış, fiyat rekabeti ortadan kalkmış ve artığın çoğalması durumu ortaya çıkmıştır. Bunun sonucunda, üretimde ortaya çıkan kronik aşırı kapasite yeni yatırımlardan beklenen karları ve böylelikle yatırım yapma arzusunu azaltarak sermaye birikimini frenlemiştir. 1970'ler, bu gelişim süreciyle birlikte durgunluk koşullarına geri dönülmesine tanıklık etmiştir. Sermayenin malileşmesine giden bu süreç, 1970'lerde ve 1980'lerde dünya çapındaki borçluluk artışının ilk belirtileri ile devam etmiştir. Yatırım arayışında olan artık için üretim kapsamında karlı alanlar bulamayan büyük şirketler para sermayelerini mali spekülasyon kanalıyla çoğaltmaya yönelmişlerdir. Finansın ekonominin işleyişi içinde giderek artan rolü kapitalizmin malileşmesi ile sonuçlanmış; iktisadi etkinliğin ağırlık merkezi üretimden finansa doğru kaymıştır. Tarihsel deneyim, mali patlamanın artığın emilmesine yardımcı olduğunu ancak üretken ekonomiyi anlamlı düzeyde ayakta tutmayı başaramadığını göstermektedir (Foster, 2008).

3.1. LATİN AMERİKA KRİZİ

1970 ortalarından itibaren spekülatif fonların merkezi haline gelen Latin Amerika'nın 1982 yılında bir dış borç krizi ile karşılaşmasının temel nedeni, gelişmiş ülke bankalarından alınan kamu borçlarının, Brezilya ve Meksika'da süregelen büyük bütçe açıklarının finansmanında, Arjantin'de ise özel sektöre kredi aktarımında kullanılmasıdır (Edwards, 1998: 5; Feldstein, 2002: 18).

1982 dış borç krizi, önemli büyüklükteki birkaç bankanın, ekonomik istikrarsızlık içinde bulunan gelişmekte olan ülkelere kredi aktarımını durdurmaları ile başlamıştır. Daralmanın ilk etkileri, Doğu Avrupa ülkelerinde görülse de, Latin Amerika ülkelerinin birçok gelişmiş ülke bankalarından aldıkları "kamu borcu" niteliğindeki (Feldstein, 2002: 18) dış borçlarını geri ödeyememeleriyle birlikte dünya ekonomisini etkiler durama gelmiştir.

Latin Amerika ülkelerinde reform öncesi görülen en önemli problemlerden biri mali sistem üzerinde etkin bir denetim mekanizması olmamasıdır. Bankaların kredi portföyleri hakkında yeterli bilgi verme zorunluluğunun minimum düzeyde olması ya da hiç olmaması, yerli ya da yabancı bağımsız denetleme kurumlarınca bankaların denetlenmemesi mevduata verilen garantiler nedeniyle bazı holding bankalarının topladıkları kredileri kendi bünyelerindeki, şirketlere usulsüzce aktarmaları, şüpheli alacak karşılıklarının düşük olması ve benzeri nedenler yüzünden verimsiz kredilerin oranı yükselmiştir. 1982 yılındaki borç kriziyle birlikte verimsiz kredilerin oranı bankaların toplam portföyünün % 20'sine ulaşmıştır (Oruç, 2002: 35).

Özetle, 1982 yılındaki borç krizi Latin Amerika ülkelerine akan yabancı sermayenin durmasına yol açmıştır. O dönemde borç batağına saptanmış ülkelerin önünde çok seçenek yoktu. IMF 'den borç alabilmek için genel adıyla yapısal uyum denilen ve ekonominin dışa açılmasını ve finansal serbestleştirmeyi hedefleyen politikaların uygulanması zorunluluğu vardı. Ülkeden ülkeye değişmekle birlikte genel olarak Latin Amerika ülkelerinde yapılan finansal reformlar faiz oranlarının serbest bırakılmasını, kredi tahsis politikalarının terk edilmesini, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesini ve etkin bir denetim mekanizması geliştirilmesini hedef almaktaydı. Fakat pek çok Latin Amerika ülkesinde makroekonomik istikrarsızlığın hakim olması ve kamu borç yükünün yüksekliği yapılan reformların amacına ulaşmasını engellemiştir. Nitekim bu süreç Latin Amerika ülkelerinde finansal krizle sonuçlanmıştır.

Alınan tedbirler sayesinde enflasyon ve faiz oranlarının düşeceği beklenirken enflasyon beklenildiğinden daha yüksek çıkmış ve bu yüzden de reel olarak Latin Amerika ülkelerinin ulusal paraları değerlenmiştir. Sonuçta, ihracat ve üretim olumsuz şekilde etkilenmiştir. Ulusal ve uluslar arası faiz oranları arasındaki büyük farklar yüzünden ve döviz kurundaki değişikliklerin önceden ilan edilmesinden dolayı, sermaye girişleri hızlanmış ve bu durum hızlı bir parasal genişlemeye yol açmış, sonuç olarak yerli talebin kontrol edilmesini güçleştirmiştir. Mali sistemi kontrol eden etkin bir denetim mekanizmasının olmaması ve mevduata verilen garantiler nedeniyle bankalar aşırı derecede borç vermişlerdir. Ancak bu durum bankaların dolar cinsinden borçlarının artmasına neden olmuştur. Latin Amerika ülkelerinin cari işlemler dengesinin sağlamak amacıyla paralarını büyük oranlarda devalüe etmek zorunda kalmaları dolar cinsinden borçlanmış bankaları iflasa sürüklemiştir (Bahçeci, 1997: 27).

3.2. MEKSİKA KRİZİ

Meksika 1980'li yılların ortalarında kamu maliyesini ıslah programıyla işe başlamış ve bunu özelleştirme ve büyük çapta finansal reformlar izlemiştir. Aynı zamanda dış borçlarını yeniden yapılandırmış ve Kuzey Amerika Serbest Ticaret Antlaşmasını (NAFTA) imzalayarak dış ticaretini serbestleştirme yönünde önemli mesafeler kaydetmiştir. 1990'lı yıllarda iki sene gibi kısa bir sürede 1982 yılında kamulaştırılan 18 kamu bankası özelleştirilmiştir. Bunların yanında diğer Latin Amerika ülkelerinde olduğu gibi Meksika'da da faiz oranları serbest bırakılmış kredi sınırlamaları ve bankaların kasalarında likit tutma zorunluluğu kaldırılmıştır (Martinez, 1998: 6 – 9).

Bu uygulamalar başlangıçta on yıldan uzun bir zamandır çok düşük büyüme oranına ve yüksek bir enflasyona sahip olan Meksika ekonomisinin canlanmasını sağlamıştır. Gerçekten de 1989-1994 yılları arasında, GSYİH sabit fiyatlarla yılda ortalama % 4 büyümüş ve 1993 yılı sonunda enflasyon oranı yirmi yıldan beri ilk kez % 10'nun altına inmiştir. Bu istikrarlı büyüme Meksika'nın o güne kadar görmediği kadar çok yabancı sermaye çekmesini sağlamıştır (Akdiş, 2004: 21).

Ancak hızlı sermaye hareketleri toplam talebin aşırı derecede artmasına, hisse senetlerinin ve gayrimenkul fiyatlarının yükselmesine neden olmuştur. Edwards, Latin Amerika ülkelerini kapsayan çalışmasında, Meksika dahil birçok ülkede finansal serbestleşme programlarının uygulanmaya konulduğu yıllarda özel tasarruf oranlarının düştüğünü göstermiştir. Singh (1997)'e göre hızlı portföy akımları Latin Amerika ülkelerinde rahatlığa neden olmuş ve yatırımlardan vazgeçilmek pahasına tüketimi artırma alışkanlığına yol açmıştır (Güloğlu ve Altunoğlu 2002: 85). Sonuçta cari işlemler açığı hızla artmış ve yatırımcılar bu açığın uzun süre sürdürülemeyeceği hissine kapılmışlardır.

Meksika krizi 1994 Aralık ayında bir panik şeklinde ortaya çıkmıştır. Meksika hükümetinin ihraç ettiği kağıtların üzerindeki faizin yüksek olması, Meksika'nın uzun dönem borçlarını ödeyebileceği yönündeki bütün işaretlere rağmen yabancı yatırımcılar bir anda yatırımlarını durdurmuşlardır. Bunun nedeni yatırımcıları izleyen aylarda enflasyonun artacağına dair beklentilerin kırılamamış olması ve Meksika'nın borçlarını geri ödeyemeyeceğine dair oluşan bir inanç olmuştur (Sachs, Tornell, Valesco, 1996: 15)

Meksika hükümetinin 20 Aralık 1994 tarihinde döviz kuru bandını % 15 oranında genişletme kararından sonra, pezo beklenenden çok daha hızlı bir şekilde değer kaybetmeye başlamış, uluslararası rezervler iki gün içinde 5 milyar dolar eridikten sonra bunun yeterli olmayacağı düşünülmüş ve 22 Aralıkta pezo dalgalanmaya bırakılmıştır. Bu durum faiz oranlarının fırlamasına yol açmış ve bankaların portföylerinin bozulmasını hızlandırmıştır. Panik içindeki uluslararası yatırımcılar hızlı biçimde fonlarını geri çekmeye başlamışlar ve krize neden olmuşlardır. Meksika'daki krizin bölgede oluşturduğu güvensizlik "*tekila*" etkisiyle diğer Latin Amerika ülkelerine de sıçramış ve bölge ülkelerinin borsalarında önemli düşüşlere neden olmuştur. Krizle birlikte Meksika'ya yönelik portföy yatırımları azalmış ve 1995 yılında Meksika ekonomisinden yaklaşık 3,4 milyar dolarlık portföy yatırımı çıkmıştır (Akdiş, 2002: 78).

3.3. 1995 ARJANTİN KRİZİ

Bir zamanlar dünyanın yedinci en büyük ekonomisine sahip olan Arjantin'in deneyimi herkes için önemli tecrübeler oluşturmuştur. 1986-1995 döneminde reel milli gelir % 2,8 oranında artarken, bu dönemde enflasyon ortalaması % 212,2 oranında gerçekleşmiştir. Ancak, 1989 yılı enflasyon oranı % 5000 düzeyindeyken, Domingo Cavallo yönetiminde enflasyonu yenmek üzere para kurulu rejimine (ülkenin ulusal parası Peso, ABD Dolarına 1 Peso=1 Dolar paritesiyle sabitlenmiş, parasal tabanın genişlemesi sadece ülkeye dolar girişi sonucunda gerçekleşirken, dolar çıkışlarının para arzında bir daralmayla sonuçlanması şeklinde işleyen bir sisteme) geçmiştir. Uygulanan para kurulu rejimi, başlangıçta arzu edilen sonuçlar verirken 1996 yılında enflasyon % 0,2'ye düşürülmüştür. Arjantin, 1980'lerdeki durgunluktan çıkarak, 1991-1994 yıllarında ortalama % 7 büyümüştür (Toprak, 2001: 138).

1991-1994 yılları arasında ortaya çıkan gelişmeler özetlendiğinde; sabit kur uygulaması yüksek faiz ve yavaş düşen enflasyona bağlı olarak değerli reel döviz kuru, rekabet gücü kaybı, dış ticaret açığı ve yüksek miktarda sermaye girişi, tüketim artışı, hizmet ve içe dönük sektörlerde yatırım ve büyüme, reel sektörün rekabet gücünde azalma şeklinde özetlenebilecek bir döngü oluşturmuştur (Yentürk, 2002:59-61). Aslında bu noktaya kadar her şey istenildiği gibi gitmiş, lakin para kurulunun rolünün hiperenflasyondan çıkış için bir araç olduğu unutularak, bir amaç haline sokulduğu yanlışına düşüldüğü belirtilebilir. Nitekim Peso'nun birebir endekslendiği, ABD Dolarının Avrupa paraları ve Japon Yeni karşısında değer kazanmasıyla başlayan ihracat yapamama sıkıntısı, Arjantin'de üretim düşüşlerine yol açarken, bu da iç talebin kısılması sonucunu getiren bir sarmala neden olmuştur (Apak, 2002: 41-47).

1994–95 Meksika krizi, “bölgesel bulaşmanın” ilk örneğidir. Yani, bir ülkede meydana gelen krizin diğer bölge ülkelerine yönelik sermaye girişlerini ve finansman maliyetlerini olumsuz etkilemesidir (Calvo ve Mendoza, 1996: 35). Meksika krizinin, birçok Latin Amerika ülkesine bulaşma sürecine “Tekila Etkisi” adı verilmektedir (Singh, 1999: 64). Meksika krizinden en az etkilenen gelişmekte olan ülkeler, Malezya ve Tayland (Sachs, Tornell, Velasco, 1996: 16) iken, en çok etkilenen ülke Arjantin’dir (Esquivel ve Larrain, 1998: 9). Bunun nedeni ise, Arjantin’in, bölgesel yatırım portföylerinde Meksika ile aynı gurupta düşünülmesidir.

1980’ler boyunca Arjantin ekonomisinin temel sorunu kamu sektöründeki olağandışı açık ile bu açığın özel sektör tasarruflarınca kapatılamaması olguları olmuştur. Arjantin ekonomisi 1990’a yıllık yüzde 1350’ye varan bir hiper-enflasyon, ulusal para biriminin çöktüğü bir mali yapı ve derin bir krize sürüklenen sanayi sektörü ile birlikte girmek zorunda kalmıştır. Arjantin başlangıçta izlediği farklı kur rejiminin kendisini 1994

Meksika krizinden koruyabileceğini düşünmüştür. 1990 yılında yüzde 7,4 olan işsizlik oranı, 1994'te yüzde 11,5'e, 1995'te yüzde 17,5'e yükselmiştir (Delice, 2002: 170). Ancak işsizlik ile baş edebilmek için para kurulu'nu terk edebileceği yönündeki şüpheler, spekülatörlerin Arjantin Peso'suna karşı pozisyon almalarına neden olmuş ve Aralık 1994'ten Mart 1995'e kadar üç ayda, banka mevduatlarının yüzde 16'sını oluşturan yaklaşık $ 7,4 milyarlık sermaye çıkısı meydana gelmiştir (Goldstein ve Turner, 1996: 41). Rezerv karşılığı olmaksızın pezo'nun arz edilemeyeceği Para Kurulu rejiminde, ani sermaye çıkısı para hacminde hızlı bir düşüşe yol açmıştır. Bundan dolayı, vadeli ve vadesiz mevduatlara uygulanan kanuni karşılık oranlarının azaltılması ve sınırlı mevduat sigortasının uygulanmaya başlanması tam anlamıyla bir bankacılık krizine işaret etmektedir (Sachs, Tornell, Velasco, 1996: 43). Öte yandan, Ocak 1995-Aralık 1998 döneminde, banka sayısı 206'dan 130'a düşmüştür. Sonuç olarak, düzenlemelerin yürürlüğe konması ve sistemin ödeme gücünü arttırmaya yönelik hızlı ve yaygın bankacılık reformları ile sona eren Arjantin krizi, bir bankacılık krizinin sabit kur rejimini her zaman tehdit edebileceğini göstermiştir (Delice, 2002: 179).

3.4. 1997 GÜNEYDOĞU ASYA KRİZİ

1982 Latin Amerika dış borç krizinden bu yana gelişmekte olan ülkeleri etkileyerek sistemik risk kaynağı olan Asya krizi, 1980 sonrası en önemli finansal olayıdır (Radelet ve Sachs, 1998: 1)

Asya ülkelerinin kriz öncesi dönemi incelendiğinde, önemli sayılabilecek makroekonomik dengesizliklerin olmadığı görülür. Gerçi bazı göstergeler; özel sektöre açılan kredilerdeki hızlı artış ve buna paralel olarak özel sektörün bankalara olan borçlarının artması, reel anlamda ulusal para birimlerinin aşırı değerlenmesi, cari işlemler açığının yükselmesi ve kamu borç stokunun varlığı gibi, ekonomik gidişin yön değiştirmesi gerektiğini düşündürüyorsa da, bu göstergeler önemli bir krizi önceden kestirmek için yeterli değillerdi (Poret, 1998: 39).

Krizden hemen önceki yıllarda Endonezya, Güney Kore, Malezya, Filipinler ve Tayland yoğun olarak sermaye akımına uğramışlardır. Yoğun sermaye girişleri özellikle de kısa dönemli sermaye hareketleri düzensiz finansal serbestleşmeye atfedilebilir (Poret, 1998: 40). Dışa açılma süreci, öncelikli sektörlere verilen izinlerle başlamış, bu da kısa dönem sermaye hareketlerinin artmasına neden olmuştur. Yerleşik olmayanların borsada menkul kıymet alımlarına ve doğrudan yatırımlarına önemli sınırlamalar getirilmiş (özellikle Güney Kore de) ancak finansal serbestleşme yurtdışından kısa dönem borçlanma imkanlarını artırmıştır. (Eren ve Süslü, 2001).

Asya ülkelerindeki ulusal faiz oranlarının, uluslararası faiz oranlarından farklı olmasından kaynaklanan büyük çaplı yabancı sermaye arzı, mali ya da mali olmayan birçok kurumun uluslararası piyasalardan borç bulabilme yeteneğiyle birleşince, Asya bankalarının uluslararası ödemeler bankası (Bank of International Settlement) nezdindeki yükümlülükleri önemli ölçüde artışlar göstermiştir. Böylelikle Asya ülkelerinin döviz stokları dış borçlarına oranla oldukça azalmıştır. Kısa dönemli dış borçların döviz rezervlerine oranı artmaya başlayınca (özellikle bu oran 1'i aşınca), bütün kreditörler, nakit haldeki döviz rezervlerinin yeterli miktarda olmadığını düşünerek panik havası oluşturmaktadırlar (Tuncay, 1998: 34). Asya ülkelerine yönelik büyük miktardaki özel sermaye girişlerinin aniden tersine dönerek ülkeleri terk etmeye başlaması, Asya krizinin ortaya çıkmasında en önemli etkendir (Radelet ve Sachs, 1998: 9).

Meksika'da olduğu gibi Asya ülkelerinde de ulusal para birimlerinin reel anlamda değerlenmesi, kısa dönemli dış borçların artması, cari işlemler dengesinin bozulması döviz piyasasında büyük baskılara ve dengesizliklere neden olmuştur. Böyle bir durumda piyasalar Asya ülkelerinin uyguladıkları döviz kuru politikalarının uzun süre daha devam edemeyeceği kanısına varmışlar ve döviz kurlarına yönelik spekülatif hareketler hız kazanmıştır. Bütün bunlara, göreceli olarak pahalı hale gelen Asya ülkelerinin ihraç malları yüzünden ihracatın azalması, cari işlemler dengesinin büyük açıklar vermesi ve bankaların en çok kredi verdiği inşaat sektöründe fiyatların hızla düşmesi nedeniyle kötü kredilerin artması eklenince, Asya ülkeleri paralarını çok hızlı biçimde devalüe etmek zorunda kalmışlardır. Ulusal paralarının hızlı değer yitirmesini önlemek amacıyla faiz oranlarının yükseltilmesi ve uluslararası rezervlerin kullanılması da Asya ülkelerindeki döviz kuru politikalarının iflas etmesini önleyememiştir (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002: 75). Daha açık bir ifadeyle, döviz piyasasında başlayan panik finansal sistemi de etkisi altına almıştır (Seyidoğlu, 2001, 586). Bunun nedeni ise, sermaye çıkısını durdurmak için faiz oranlarının yükseltilmesinin yol açtığı zararların yanı sıra, finansal piyasalara olan güven kaybının ardından ortaya çıkan banka hücumlarıdır (Seyidoğlu, 2001, 433). Dolayısıyla, Asya krizi örneğinde para krizi ile başlayan sürece bankacılık krizinin de eşlik etmesiyle, “ikiz kriz” in ortaya çıktığı söylenebilir.

3.5. RUSYA KRİZİ (1998)

Daha Asya krizinin etkileri henüz hararetini yitirmemişken dünya ekonomisi yeni bir krizle karşı karşıya kalmıştır. Finans piyasalarında önemli istikrarsızlıklara neden olan Asya Krizinin ardından, Ağustos 1998 yılında Ruble’nin devalüe edilmesi Rusya Federasyonu’nda yeni bir krize yol açmıştır. Rusya Krizi, etkilediği ülkelerde ekonomik ve siyasi istikrarın bozulmasına ve global sermaye piyasaları hakkında şüphelerin oluşmasına yol açmıştır. Asya Krizi'nin etkileri yoğun olarak yaşanırken, Rusya Krizinin ortaya çıkması tüm dünyada gelişmekte olan ülkelere yönelik belirsizlikleri ve kuşkuları da arttırmıştır.

1991 yılında Sovyetler Birliği'nin dağılmasıyla beraber Rusya Federasyonu serbest piyasa ekonomisine geçiş yönünde hızlı bir değişim yaşamış, ancak geçiş döneminde önemli ekonomik reformlar gerçekleştirilmekle beraber ekonomik sistem rayına oturtulamamıştır. Bu reformlara bağlı olarak 1990'lı yılların başından itibaren yurtiçi fiyatlar serbest bırakılmış, dış ticaret serbestleştirilmiş, Ruble'nin değeri piyasa koşullarında belirlenmeye başlamış ve devlete ait işletmelerin çoğunluğu özelleştirilmiştir. 1992'den itibaren izlenen bu politikalarla fiyatların serbest bırakılmış ve enflasyon oranı, 1997'de % 1353'ler seviyesinden % 15'e indirilmiş ayrıca petrol fiyatlarındaki artışla beraber ödemeler dengesi fazla vermiştir (Ülgen, 1999:13).

3.6. 1990 SONRASI TÜRKİYE KRİZLERİ

1980'li yılların başlangıcı ile birlikte borç krizleri yaşamaya başlayan birçok Gelişmekte Olan Ülke (GOÜ), sermaye hesabı liberalizasyonuna gitmek suretiyle özel sektör yatırımlarını dışlamadan kamu açıklarını finanse etmeyi amaçlamıştır. Bununla birlikte, Türkiye ekonomisinde tam konvertibilitenin net etkisi sonucunda en küçük tasarruf sahipleri dahi "emin" ve "güvenilir" yabancı para birimlerine kolaylıkla ulaşabilecek duruma geldiklerinden, Hazine borçlanabilmek için fon arz edenlere daha yüksek risk primi ve faiz sunmak zorunda kalmış ve sonuç olarak 1990'ların ortasına doğru nominal faiz ile enflasyon oranı arasındaki fark ortalama 30 puana kadar çıkmış, bu durum ekonomideki gelir dağılımı üzerinde de olumsuz etkiler yaratmıştır (Oruç, 2002: 75).

Bu gelişmelerin ışığında artan borç servislerini ve faiz ödemelerini karşılamak üzere Ponzi Finansmanına ihtiyaç duyulmuş yani artan faiz ödemeleri ancak yeni borçlanma ve borçlanma araçlarının yaratılması suretiyle ödenebilir hale gelmiştir. Sonuç olarak iç borç faiz ödemeleri 2001 yılı itibariyle vergi gelirleri toplamını aşmış, bütçe açıklarının kapatılmasına yönelik olarak çıkarılan yeni tahvil ve bono toplamının GSYİH’ya oranı 1990 yılında % 6 iken 1999’da % 40’a yükselmiştir.

Özetle, 1989 yılında uygulamaya koyulan ekonomide “finansal serbestleşme” rejimi altında makroekonomik büyüklüklerin birbiriyle ilişkileri ve ortaya çıkan belli başlı sonuçlar aşağıdaki gibi şekillenmiştir. (Arıoğlu ve Yılmaz, 2001: 78):

a. Türkiye’de tasarruf hacmi düşüktür. Bu “cılızlık” doğrudan doğruya “cari işlemler açığı”nı olumsuz şekilde etkilemektedir. Milli gelir cinsinden % 19-22’lerde seyreden tasarruf hacminin en az % 30-35’e çıkartılması gerekmektedir. Örneğin Güney Kore’de anılan büyüklük çok uzun süre istikrarlı şekilde kabaca %35 düzeylerindedir.

b. Ekonomide çok ciddi boyutlarda hüküm süren “marjinalleşme” ve “vergi kayıpları” kamu sektörünün açıklarını artırmaktadır. Artan açıklar beraberinde kamu borçlanma gereğini de artırmaktadır. Türkiye’de toplam vergi gelirlerinin (sosyal güvenlik primleri dahil) GSYİH içindeki payı -cari fiyatlarla- 1996 ve 1997 yılında sırasıyla % 25,4 ve 27,9 düzeyindedir.

Türkiye'nin milli geliri mertebe yakınsaklığı içinde 200 milyar dolar/yıl kabul edersek toplam vergi gelirindeki açığın boyutu kabaca 26 milyar dolar/yıl olmaktadır. Aynı yıllarda toplam dış borç/Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) rasyosunun yaklaşık % 45 olduğu hatırlanırsa toplam vergi gelirlerindeki açığın boyutunun (% 13 GSYİH) ne denli önemli olduğu anlaşılacaktır. Vergi gelirlerinde olması gereken düzeyde etkin artışın bir türlü gerçekleştirilememesi sürekli biçimde (iç borç faizi/vergi gelirleri) oranının artmasına neden olmuştur.

(1989-2000) döneminde uygulanan politikalar sonucunda "iç borç ve dış borç" olgusu daha da ağırlaşmıştır. Örneğin 1996 yılında toplam dış borç/GSMH oranı % 43,24 iken 2000'de % 56,60'a yükselmiştir. Toplam dış borç servisi (anapara + faiz)/GSMH oranı ise aynı yıllar için sırasıyla % 35,19 ve % 68,95 olmuştur. Özel sektör borcu ise GSMH cinsinden 1996'da % 5,8 iken 1999 yılında yaklaşık % 14 mertebesine çıkmıştır (Yeldan, 2001a: 54). Uluslararası makroekonomik literatürde kabul gören ölçüte göre bir ülkenin toplam dış borç/GSMH>%50, toplam dış borç/ihracat>%275, borç servisi/ihracat>%30, faiz servisi/ihracat>%20 rasyolarının en az üçü belirtilen düzeyleri aşıyorsa o ülke çok veya "ağır borçlu ülke" olarak tanımlanmaktadır. Verilen ölçütlere göre Türkiye dış borç ve dış denge rasyoları itibarıyla ağır borçlu ülke konumundadır (Ongun, 2001: 25). İç borcun artması beraberinde yüksek reel faiz oranlarını getirmiştir. Özellikle 1989'da finansal serbestleştirme olgusu Türk Lirasını döviz karşısında aşırı ölçüde değerli kılmıştır. Bu durum sıcak para girişini olağanüstü boyutta hareketlendirmiştir. Tamamen kısa vadeli ve spekülatif birikim anlayışıyla giren yabancı yatırımcıların yanı sıra bankalar ve özel büyük sanayi kuruluşlarında sıcak para hareketinin içinde ağırlıklı olarak yer almışlardır.

Sonuç olarak, 1990'ların ikinci yarısında dünyanın çeşitli ülkelerinde yaşanan finansal krizler, globalleşen dünya ekonomisinin bir ürünü olarak, gelişmekte olan ülke ekonomilerini çok ciddi ölçüde tahrip etti. Yine yaşanan deneyimler açıkça göstermiştir ki özellikle sermaye hareketlerini tamamen başıboş bırakmayan, diğer bir deyişle sıcak para giriş çıkışlarını çeşitli mekanizmalar aracılığıyla denetleyen ve mali disiplinini sağlayan ülkeler bu hususları çok küçük düzeylerde atlattılar. Uzun vadeli politikalar ve planlar olmaksızın, iç kaynakların verimli biçimde harekete geçirilmesi sağlanmaksızın ve özellikle bütçe disiplini sağlanmadan finansal istikrar gerçekleştirilemez.

3.6.1. 1994 Krizi

Türkiye'nin 1980 öncesindeki durumu birçok yönden Latin Amerika ülkeleriyle benzerlik taşıyordu. Bu ülkelerin çoğunda olduğu gibi, Türkiye'de yüksek enflasyon ve dış borç (özellikle kısa vadeli), işsizlik, ithalat tıkanıkları ve ihracat durgunluğuyla karşı karşıya bulunmaktaydı. Nitekim kamu kesimi borçlanma gereği 1988 yılından itibaren sürekli artarak, 1988-1993 döneminde GSMH'nın % 4,8'inden % 12'sine ulaşmıştır. TL'nin reel anlamda değer kazanması ve iç talebin artması, ihracatçıları iç piyasa için üretim yapmaya teşvik etmiş ve bunun sonucunda da ihracat azalmıştır. İhracattaki duraksama ve ithalattaki artışlar sonucu cari işlemler açığı 1993 yılında 6 milyar 433 milyon dolara ulaşarak GSYİH'nın % 3,3'üne erişmiştir (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002: 35).

1988 yılında ücret artışlarının enflasyon artışından düşük tutulması politikasından vazgeçilmiş ve değerli kur politikası benimsenmiştir. Sonuçta iç talep ve ithalat'da büyük miktarlarda artış kaydedilmiştir. 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasıyla birlikte TL reel anlamda değer kazanmaya başlamış, kur değerli tutulduğundan, kısa vadeli sermaye hareketlerini yurtiçine çekebilmek için faiz oranları yüksek tutulmuştur. Bu dönemde reel faizler yükselmeye başlamıştır. Ayrıca 1984-1990 döneminde dış borç geri ödemeleri yoğunlaştığından, bu dönemde dış borç ödemeleri genelde iç borçlanmaya başvurularak yapılmıştır. Bu da faiz oranlarının yükselmesini teşvik etmiştir. Faiz oranlarının yükselmesi sonucu kısa vadeli sermaye hareketleri hızlanmış ve 1990 yılında doruk noktaya ulaşmıştır. Kısa vadeli sermaye girişi, ithalatın finansmanı ve aynı zamanda kamu açıklarının iç borçlanma yoluyla kapatılması için kullanılmıştır (Karluk, 1999: 413).

1993 yılında çeşitli nedenlerle artan ve faizler üzerinde büyük baskı yaratan kamu açıklarının finansman maliyeti düşürülmek istenmiştir. Bu amaçla, borçlanma miktarına sınırlamalar getirilerek faiz oranları düşürülmeye başlanmış ancak yüksek enflasyon, yüksek cari işlemler ve bütçe açıkları gibi iç ve dış dengesizliklerden dolayı TL'ye güven azaldığından, TL tutmanın çekiciliği kalmamıştır. Bu dönemde Hazine'nin Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'na olan borçları silinerek, Hazine'nin TCMB'den kısa vadeli avansları kullanması kolaylaştırılmıştır (İmer, 2003: 33). Zaten dış kaynak bulmakta zorlanan hazine, iç piyasadan da borçlanmayı azaltma yoluna gidince, zorunlu olarak Merkez Bankası kaynaklarını yoğun olarak kullanmaya (parasallaşma) başlamıştır (Bahçeci, 1997: 129).

Sonuç olarak piyasadaki likidite fazlası devalüasyon beklentisiyle 1994 yılının başlarında dövize yönelmiştir. Kurlar hızlanmaya başlamış ve 1994 yılı başında resmi kur ile serbest kur arasındaki fark % 23'ü geçmiştir (Keyder, 2000: 112). Bu gelişmeler üzerine, 26 Ocak 1994 tarihinde TL yaklaşık % 14 oranında devalüe edilmiştir. Yerli paranın yabancı paralar karşısındaki değer kaybının hızlanması sonucu kur-faiz makası daralmış, açık pozisyonlarını kapatma yarışında olan bankaların da dövize hücum etmeleri sonucu Merkez Bankası rezervleri hızlı biçimde erimiştir.

Bütün bu gelişmelere üç küçük bankanın kapatılması eklenince Türk Ekonomisi krize sürüklenmiş ve 5 Nisana gelinmiştir. 1994 krizinin ekonomiye faturası ağır olmuştur. 5 Nisan 1994'de döviz rezervleri 3 Milyar dolarla dibe vurmuş, enflasyon oranı Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) bazında %106'lara fırlamıştır.

5 Nisan krizi Meksika ve Asya krizleriyle karşılaştırıldığında, aşırı değerlenmiş döviz kurunun, kısa vadeli sermaye girişlerinin ve yurtiçi faiz oranlarıyla yurtdışı faiz oranları arasındaki farklılıklardan dolayı, bankaların yurtdışından döviz cinsinden krediler alıp yurtiçinde yerli paraya çevirerek borç vermelerinin Türkiye, Meksika ve Asya ülkelerinde ortak noktaları teşkil ettiği görülmektedir. Kriz göstergelerine bakıldığında 1994 yılında Türkiye'nin cari işlemler açığının GSYİH'ya oranının % 3,3 M2Y/rezervler oranının yaklaşık % 6 civarında olduğu görülmektedir.

Bu göstergeler Asya ülkeleri ve Meksika'nın göstergeleriyle karşılaştırıldığında Türkiye'nin cari işlemler/GSYİH ve M2Y/rezervler oranlarının kriz ülkelerindeki seviyelere yaklaştığı, sermaye hareketlerinin tıpkı kriz ülkelerinde olduğu gibi krizden önceki yıllarda hızlı arttığı görülmektedir.

Türkiye'nin 1994 yılında yaşadığı krizde de uluslararası sıcak paranın etkilerini görmek mümkündür. Son on yılda Türkiye'ye giren sermaye 32 milyar dolardır. Bu miktarın 14 milyar doları cari işlemler ve net hata noksanın telafi edilmesinde kullanılmıştır. Geriye kalan 18 milyar doların da ödemeler dengesi dışındaki faaliyetleri finanse ettiği düşünülebilir. 18 milyarın 7 milyar dolarını merkez bankası kendi borçlanması ile sağlamıştır. Bu durumda bu dönemde Türkiye'ye Merkez Bankası'nın borçlanması ve ödemeler dengesinin finansmanı amacı dışında 11 milyar dolarlık bir sermaye girişi gerçekleşmiş olmaktadır. Türkiye'nin 1994'te krize uğramasının sebeplerinden biri, tabii ki o günlerde hatta daha önceden başlayan birtakım spekülatif girişimlerdir. Türkiye 1994'te, bu 11 milyar doların oluşumuna katkıda bulunan ve orada aşırı değerlenmiş olan 1 Türk Lirasına yakalanmış, bunun da bedelini ödemiştir (Akdiş, 2004: 81).

Gülten Kazgan'a göre büyüme hızındaki yükselme yılları, yurtiçi tasarruf yatırım açığı ve cari işlemler açığının patladığı yıllar oldu. Büyüme zoraki yollardan yaratıldı. Aşırı değerli kur ve AB ile ticaretteki gümrük indirimi yolu ile ucuz ithalat patlamasının getirdiği göreli düşük fiyatlı girdiler, üretimi teşvikin bir ayağını; genişleyen tüketim ve konut kredileriyle ve reel artışa geçen maaş-ücret gelirleriyle pompalanan iç tüketim artışı ikinci ayağını oluşturdu. Cari işlemler açıkları 1990'da GSMH'nın % 3'ü iken (2,6 Milyar dolar), 1992'de tekrarlanan açık 1993'de GSMH'nın % 7'sine çıkarak sürdürülemez bir noktaya gelmişti. (6,9 milyar dolar).

1994 krizine yol açan temel etmenleri söyle sıralayabiliriz.

- Aşırı değerli ulusal para

- Büyüyen dış ticaret ve bütçe açıkları ve biriken kamu borçlarının finansman yükü nedeniyle kamu kesiminin giderek artan miktarda piyasadaki fonları toplaması ve faiz oranlarının artması,

- Bankaların yurt dışından sağladıkları fonlar nedeniyle açık pozisyonlarının artması ve batık kredilerin yükselmesi,

- Kısa vadeli sermayenin hacmindeki artış ve İMKB'de işlem gören hisse senetlerinin büyük bir kısmının yabancı yatırımcıların elinde bulunması,

- Yeterli derinliğe sahip olmayan İMKB'nin yüksek tutardaki talep sonucunda aşırı değerlenmesi (Mancı, 2006: 124).

3.6.2. 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri

1990'lı yıllarda ciddi ekonomik ve finansal krizlerle karşılaşan bir başka ülke Türkiye'dir. Sürdürülemez bir iç borç dinamiğinin oluşması ve başta kamu bankaları olmak üzere mali sistemdeki sağlıksız yapının ve diğer yapısal sorunların kalıcı bir çözüme kavuşturulamamış olması, söz konusu krizin başlıca nedenleridir. Ek olarak küreselleşme, ekonomide belirgin bir kriz olmadığında da bulaşıcı krizler aracılığı ile Türkiye'de istikrarsızlık doğurmuş, Asya ve Rusya krizleri gibi dışsal etkenler ekonominin dayanıklılığını azaltarak durgunluğa ve daralmaya neden olmuştur (DTM, 2002).

Türkiye'nin bu dönemde karşılaştığı sorunlar ne kısa dönemde ortaya çıkmış birkaç hükümetin kötü performansı, ne de sırf ekonomik nedenlerden kaynaklanmaktadır. Türkiye, Osmanlı'nın moratoryum ilanından bu yana, birkaç kez moratoryum ilan etmiş bir ülkedir. Moratoryumun oluş sıklığı giderek kısalmaktadır. Eskiden 20 yılda bir veya 10 yılda bir gündeme gelen tıkanıklık, artık giderek 3-5 yılda bir meydana gelmeye başlamıştır. Bu dönemlerdeki hükümetlerin de istikrarsızlığın artışına önemli ölçüde katkıda bulunduğu açıktır (Toprak, 2001: 170).

Uzun yılların savurganlığı, yolsuzluk, partizanlık ve popülizm, bunları önleyecek yapısal reformların gerçekleştirilememesi, mevcut kanunlardaki kontrol mekanizmalarının dahi layıkıyla işletilememesi enflasyonun giderek azmasına, döviz, enflasyon ve faiz makasının açılmasına, dış açığın büyümesine, iç ve dış faiz ile dış borç ve taksit ödemeleri yükünün giderek artmasına yol açmıştır (Hiç, 2001: 518).

Türkiye'de 1999 yılı sonunda uygulanmaya başlanan kur bazlı istikrar programlarının ortak özellikleri arasında, dış açığı finanse etmek üzere sermaye girişlerine bel bağlanması, enflasyonist beklentileri kontrol altına almak üzere kurun güven veren bir çıpa olarak kullanılması, ancak kur çıpası uygulaması sonucunda yerel para biriminin aşırı değer kazanması ve yerel para biriminin değer kazanması ile başlangıçta arbitraj fırsatlarından yararlanmak isteyen yabancı sermayenin yurda girişinin daha sonraları finansal kırılganlığı artırması sayılabilir. Bu programlar sonucunda, sert ve hızlı bir devalüasyon beklentisi içinde hızlı bir sermaye çıkışı ile kur bu sefer de diğer istikamette hedef aşımı (over-shooting) yaparak değer kaybetmekte ve faiz oranlarında hızlı yükseliş yaşanmaktadır (Oruç, 2002).

1999 yılında çıkarılan Kamu borçlanma araçlarının bankacılık sektörünün özel sektöre açtığı kredi toplamının neredeyse iki katı olması özel sektör borçlanmasının dışlanması hususunda önemli bir örnek oluşturmaktadır (Boratav ve Akyüz 2002: 16). Bu ortamda, bankacılık sektörü aktiflerindeki Kamu borçlanma araçlarını finanse etmek için büyük açık pozisyonlar oluşturmuşlardı ki, bu açık pozisyonlar da Kasım 2000 ve Şubat 2001'de TL'ye yapılan saldırıda önemli rol oynamıştır.

Türkiye 2000 yılı Sonbaharında, cari işlemler açığının GSYİH'nın %4'ünü aştığı, ithalat giderleri ve dış borçların arttığı buna karşılık ihracat gelirlerinin azaldığı ve yabancı sermaye girişinin sağlanamadığı bir durumdaydı. Devalüasyon beklentisinin iyice arttığı bu olumsuz ortamda yaklaşık 4 milyar 800 milyon dolarlık portföy yatırımı ülkeden çıkmış ve bankaların açık pozisyonlarını kapatmak telaşıyla döviz talepleri artmış ve piyasada likidite sıkıntısı başlamıştır. Merkez Bankası artan likidite ihtiyacına karşılık, IMF programı çerçevesinde belirlenen döviz rezervlerini minimum seviyede tutmak ve parasal tabanı net dış varlıklardaki artış oranında yükseltmek hedefleri uyarınca piyasaya likidite vermemiştir. Döviz talebindeki artış faiz oranları arttırılarak azaltılmak istenmiştir (Güloğlu ve Altınoğlu, 2002: 111-140).

IMF'nin 7,5 milyar dolar tutarında ek kredi vermesi ve halkın her şeye rağmen TL'den dövize geçmemesi Kasım krizinin derinleşmesini önlemiştir. Kasım krizinden sonra, IMF’nin de uyarılarına rağmen sabit kur çıpasına devam edilmiştir. IMF kredisi ek rezerv kolaylığı şeklinde verildiğinden vadesi çok kısa ve maliyeti yüksek olmuştur (Uygur, 2001: 37-71).

Kısa vadeli dış borçların rezervlere oranı ve M2Y'nin rezervlere oranındaki artışlar, Şubat Krizi'nde önemli göstergeler olmuştur. Uluslararası spekülasyon açısından, Kısa Vadeli Dış Borç/Rezerv Oranının %60 olması, kritik eşik olarak kabul edilmektedir. Türkiye'de 2000 yılı istikrar programı ile birlikte bu oran, Haziranda %112'ye, Aralıkta %145'e yükselmiştir. M2Y/Rezerv oranındaki artışlar Merkez Bankası'nın durumunun kötüleştiğini göstermektedir. 2000 yılında bu oran %3,1 iken daha sonra %4'lere yükselmiştir (Yeldan, 2001b: 580-581).

Gecelik faizler Kasım Krizi'nde çok yüksek seviyelere ulaşmıştır. Kasım Krizi'nden sonra artan risk primi nedeniyle yerli ve yabancı fonların vadeleri kısalmış ve Ocak ayından itibaren düşen faiz oranları Şubat ayında yine en yüksek seviyeye ulaşmıştır. Kasım Krizi'nden yaklaşık üç ay sonra Başbakan ve Cumhurbaşkanı arasındaki siyasi gerginlik spekülatif saldırıyı başlatmış ve döviz krizine neden olmuştur. 21 Şubat'ta bankalar arası para piyasasında gecelik faiz

%6200'e yükselerek ortalama %4018,6 seviyesinde gerçekleşmiştir. 16 Şubatta 27,94 milyar Dolar olan Merkez Bankası döviz rezervi 23 Şubat'ta 22,58 milyar Dolar'a düşmüş ve rezerv kaybı 5,36 milyar Dolar olarak gerçekleşmiştir. Merkez Bankası 21 Şubat'ta kuru dalgalanmaya bırakmıştır (Uygur, 2001: 23).

Şubat Krizi sonrasında ekonomi %8,5-9 daralmış, ulusal gelir 51 milyar Dolar azalmış, kişi başına gelir 725 Dolar gerilemiş, 1,5 milyon kişi işsiz kalmış, enflasyon %70'i aşmış, hazinenin faiz ödemeleri %101 artmış, iç ve dış borç yükü artmıştır (Karluk, 2002: 477).

21 Şubat krizinde ise ilk günlerde 4,9 milyar dolarlık kısa süreli sermaye yurtdışına çıkmıştır. Bu süreçte ülkeden çıkan toplam yabancı sermayenin ise yaklaşık 7,5 milyar dolarlık bir hacme ulaştığı tahmin edilmektedir. Elbette her iki kriz de ekonomi politika ve uygulamalarındaki hatalardan kaynaklanmışlardır. Ancak gerek 22 Kasım 2000 ve gerekse 21 Şubat 2001 krizlerinde uluslararası kısa süreli sermayenin ani çıkışlar gerçekleştirerek borsada, faizde ve döviz fiyatlarında oluşan panik havasını yaygınlaştırdığı ve piyasa

şoklarının büyümesine katkıda bulunduğu söylenebilecektir (Akdiş, 2004: 86).

Yükselen piyasalarda daha önceden yaşanmış olan likidite krizleri, Türkiye’de uygulanmakta olan programda var olan yumuşak kur çıpasına benzer uygulamaların sürdürülebilirliği hakkında uluslararası yatırımcıların duyduğu güveni daha önceden önemli ölçüde sarsmış ve uluslararası yatırımcıları, sorun olduğuna dair ilk belirtiler ortaya çıkar çıkmaz yerel para biriminden kaçma eğilimine sokmuştur.

Türkiye 1999 yılında enflasyonla mücadele programına başlamadan önce Meksika ve Güney Asya ülkelerindeki duruma benzer biçimde sürdürülebilir cari işlemler açığına, yüksek faizlere rağmen çevrilebilir iç borç/GSMH oranına ve yaklaşık olarak Meksika ve Tayland’ın kriz öncesinde sahip olduğu M2Y/rezervler oranına sahipti. Bu ülkelerden farklı olarak Türkiye’de enflasyon ve faiz oranları oldukça yüksekti ve büyüme oranı önemli ölçüde düşüktü. Aynı zamanda, Meksika ve Asya örneklerinde olduğu gibi Türkiye’de de kriz öncesi yabancı sermaye hareketlerinde büyük artışlar gözlenmiştir. Sermaye hareketlerinin içeriğinin ise daha çok portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinden oluştuğu görülmektedir. Bütçe-kamu açıkları, % 54,9 – 106,3 aralığında seyreden kronikleşmiş enflasyon, sürekli büyüyen iç ve dış borçlar, yüksek reel faizler (%11 – 46,8) ile beslenen spekülatif–rantiyer türü birikimin ekonomik yaşamda kemikleşmesi, GSYİH'deki ortalama büyüme oranının % 3,9 (1990 – 1999) gibi çok cılız düzeyde kalması ve "açık pozisyonları" itibarıyla çok riskler taşıyan bankacılık sektörünün kırılganlığı Kasım 2000'de baş gösteren finansal krizin daha sonra da Şubat 2001'de yaşanan krizin derinleşmesine yol açan belli başlı faktörler oldular (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002: 87).

Bu bağlamda Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin çıkış nedenlerini şu başlıklar altında toparlaya biliriz.

- **Devletin Hantal Yapısı:** Devletin hantal ve randımansız yapısını reforme etmek için hemen hemen hiçbir şey yapılmadı. Bu zaten zaman alacak ve zor bir yapısal reformdu. Ama bu alanda Türkiye'nin ilerleme kaydedeceğine dair ümit veren hiçbir işaret gözlenmedi.

- **Yolsuzluk ve Rüşvet:** Yolsuzluk ve rüşvetin kamu açıklarının oluşmasında önemli bir rol oynadığı bilinmektedir. Konuya ilişkin köklü reformlara girişmekten kaçınılıyordu.

- **Özelleştirme:** Özelleştirme, 2000 yılında hızlı başlamıştı ve yılın ilk yarısında hedefler aşılmıştı. Ama sonra durakladı: Telekom özelleştirmesi polemik ve politik engellere takıldı. Bu; yabancı sermayenin, gelecek hakkında görüşünün olumsuz istikamette değişmesinde küçükte olsa bir rol oynadı. Nitekim söz konusu engellerin belirginleşmesinden kısa bir süre sonra Türkiye'den net sermaye çıkısı başlamıştı. Yabancılarla birlikte yerli sermaye de ülkeyi terk ediyordu.

- **Bankaların Açık Pozisyonları:** Bu tür bir sermaye çıkısının başladığına dair emareleri değerlendiren bankaların, sene sonunda açık pozisyon kapatma çabalarına ilişkin döviz çıkısı bu dinamiğin ve Kasım Krizinin oluşumunda çok önemli bir rol oynadı. Hükümet ise, Mart 2000 tarihinde yayınladığı, "bankaların açık pozisyonlarını sermaye tabanlarının %20'si ile sınırlayan kararnameyi", Kasım ayındaki bu oluşumlar karşısında geri çekip zamana yayan bir biçimde düzenlememesi, bu balgamda oluşan yangının hızla yayılmasına neden oldu (Çakman ve Çakmak, 2001: 49-50). Sermayenin %20'si kadar olması gereken açık pozisyon limiti, 11-12 milyar dolar civarında sermaye tabanı olan bankacılık sistemi için 2,5 milyar doların altında bir sınır ifade etmektedir. Bunun üzerindeki pozisyon aşımı %100 munzam karşılığa tabidir (Keyder, 2000: 40). Beklenen açık pozisyon 2,5 milyar doların altındayken fiili açık 15 milyar doları aşmıştır (Toprak, 2001: 185).

- **Kamu Bankalarının Görev Zararları:** Ziraat, Halk ve Emlak Bankalarının durumu ve bunların yeniden yapılandırılması konusu önemliydi. Bu bankaların, "görev zararları" büyüktü ve istikrar programına rağmen küçülme eğilimi göstermiyordu. Piyasa faizinden düşük faizle sübvansiyon niteliğinde kredi vermelerin yanı sıra "görev zararlarının" önemli bir kısmı, bu bankalara Hazinenin, "nakit dışı" adı altında piyasadaki geçerli faizin çok altında ve geçerli vadenin çok üstünde kağıt satmasından kaynaklanıyordu. Nakit dışı bu devlet tahvilleri, kamu borcunun ortalama vadesini azaltıyor ve durumun vahametini gizliyordu. Bu uygulama sayesinde, kağıt üzerinde “kamu borcu” ve “bütçe açığı” gerçekte olduğundan daha küçük gözüküyordu ama sadece kağıt üzerinde. Çünkü bu bankaların görev zararları da kamu borcuydu. Söz konusu uygulama sadece kısa vadede günü kurtarmaya yarıyor, orta ve uzun vadede çözümün değil sorunun bir parçası oluyordu. Bunun böyle olduğu Kasım krizinde de, Şubat krizinde de tüm çıplaklığıyla ortaya çıktı ve bu bankaların durumu krizi körükleyen nedenler arasında yer aldı. Anlaşılan o ki, salt bankacılık sektöründeki hastalıklı yapı ve özellikle kamu bankalarının durumu nedeniyle er geç bir kriz ile karşılaşılacaktı (Çakman ve Çakmak, 2001: 50-51).

- **Tüketici Kredilerindeki Artış:** Faiz hadlerinin hızla düşmesi iç talebi geniş ölçüde arttırmıştır. İç talep genişlemesi bankaların düşük faizlerle verdiği tüketici kredileriyle desteklenmiştir (Morgil, 2001: 613). Tüketici kredilerinde ki artış reel olarak %330 dolayında artmıştır. Bu denli yüksek tüketim, hele ithalattaki ciddi boyutlardaki artış, büyük cari açıklara neden olmuş, bu da gelişmelerin son derece kritik noktaya geldiğini göstermektedir (Toprak, 2001: 185).

- **Sterilizasyon ve Yerli Paranın Aşırı Değerlenmesi:** İstikrar programı çerçevesinde sabit kur politikası uygulandığı için enflasyon oranının ön görülen oranın üzerine çıkmasıyla TL reel olarak değer kazanmıştır. Bilindiği gibi 2000 yılı için öngörülen enflasyon oranı %25 iken gerçeklesen enflasyon oranı %38 olmuştur (Morgil, 2001: 613). Bu ortamda mevcut programın sürdürülebilmesi de ancak, döviz girişiyle mümkün olabilmektedir. Döviz girişi de dış borçlanma ile mümkün olduğu için programın sürdürülmesi pamuk ipliğine bağlı hale gelmiştir (Toprak, 2001: 185).

- **TL'nin Aşırı Değerlenmesi, Cari İşlem Açıkları ve Dış Piyasalarda Ülke Riskinin Artışı:** TL'nin beklenenin üzerinde reel değer kazanması, 2000 yılında %6,1 gibi yüksek düzeyde büyüme nedeniyle, %86'sı ara mal ve yatırım malından oluşan ithalat %23 artarken, ihracat artısı sadece %2,2 olarak gerçekleşmiştir. Hızla düşen faizler nedeniyle tüketici kredilerinin %330 artışı, bunun neden olduğu iç talep patlaması sonucu üretimin ihracat yerine iç tüketime yönelmesi, ihracattaki olumsuz gelişmelerin diğer bir nedeni olarak görülebilir. Euro/Dolar çapraz kurunda dolar lehine gelişme de ihracatın dolar değerini düşüren bir faktör olmuştur. Sonuçta 2000 yılı cari işlem açığı 9,8 milyar dolar olmuş. Bu da GSMH'nın %5'i seviyesine ulaşmıştır. Bu oran kritik kabul edilen sınırın oldukça üzerindedir (Keyder, 2001: 38-39). 2000 yılının son döneminde, cari açıktaki artışın hızlanması ve Euro piyasalarında ülke risk priminin yükselmesi aslında ciddi sinyaller veriyordu. Türkiye'nin risk yayılımı Eylül ayından itibaren yükselmeye başlamıştır (Toprak, 2001: 186).

• **Yapısal Reformların Gecikmesi ve Azalan Dış Kaynak Girişi:** Yukarıda açıklanan nedenlerden dolayı belirsizlik ortamının artması nedeniyle 2000 yılının ikinci yarısından itibaren dış kaynak girişi azalmaya başlamıştır.

• **Yabancı Kısa Vadeli Finansmana Bağımlılık:** Yabancı kısa vadeli finansmana bağımlılık yüksek düzeydedir. 2000 yılında net doğrudan yabancı sermaye cari işlemeler açığının yaklaşık %1'ini oluştururken; portföy yatırımları ve diğer kısa vadeli sermaye akımları, cari açığın yaklaşık %52'sidir. Sermaye akımlarının aniden tersine dönmesi Türkiye'yi beklenmeyen şoklara maruz bırakmaktadır. Özellikle para krizlerinin başlıca nedeni bu hareketler olmaktadır (Toprak, 2001: 187). Yerli ve yabancı aktörlerin net sermaye hareketlerinin yön değiştirmesi yoluyla ekonomide taşıdığı negatif şokun büyüklüğü 23,4 milyar dolardır. Bu büyüklükler, finansal krizin oluşumuna sermaye hareketlerinin katkısını açıkça ortaya koyuyor. Sermaye hareketlerinde GSMH'nın %12'si dolaylarında bir yön değiştirmenin parasal büyüklüklerde faiz hadlerinde ve finansal sistemde yaratacağı şoklar açık olsa gerek (Boratav, 2001: 13).

- **Faiz Oranları ve Enflasyon:** %106'lık bir ortalamadan %36,4'lük bir ortalamaya, ilk aydan itibaren geçilmiş olması, enflasyonla mücadelede önemli sorunlar yarattı. Ertelenmiş tüketim istekleri hızla devreye girdi. Bankaların düşük faizlerle verdikleri bireysel kredilerin desteğiyle tasarruflar tüketime kaymaya başladı (Eğilmez, 2001: 8). Döviz, faiz ve borsanın yatırım aracı olarak çekiciliğini kaybetmesi tüketim eğilimini kamçıladı (Ongun, 2001: 4). Talebin canlı olması, petrol fiyatlarındaki öngörülenin üzerindeki artışlar, toptan eşya enflasyonu için iş dünyasının ve halkın enflasyon beklentisinin hedeflenen enflasyonun iki katı olması ve enflasyon bekleyişlerinin bir türlü kırılamaması nedeniyle enflasyondaki düşüş beklenen hızda olmadı. Yüksek seyreden enflasyon nedeniyle TL aşırı değerlendi, TL'deki aşırı değerlenme ile birlikte ithalat arttı, ihracat azaldı. Bu da cari açıkta rekor düzeyde artışa neden oldu. Görüldüğü gibi ekonomik faktörlerin herhangi birindeki bir olumsuzluk diğer faktörlere yansımakta ve birbirini besleyen bu süreç finansal bir krizin oluşum şartlarını hazırlamaktadır.

- **Dar Tabanlı ve Yüksek Oranlı Vergiye Dayanan Yetersiz Kamu Gelirleri:** Kamu gelirlerinde temel sorun, yüksek vergi oranlarına rağmen vergi tabanının yeterince yaygınlaştırılamaması nedeniyle, toplam vergi tahsilatının yetersiz kalması ve vergi yükünün adaletsiz bir biçimde dağılmasıdır. Bu yapı nedeniyle, bütçe açığının yüksek maliyetli iç borçlanmayla karşılanması, faiz giderlerinin bütçe içerisindeki payının hızla artırmıştır (Toprak, 2001: 192). Verimsiz kamu harcamalarının vergi gelirleri ile karşılanmaya çalışılması, bu aşamada da vergi gelirlerinin giderek kamu harcamalarını karşılama oranının düşmesi ülkemizi içinde bulunduğumuz sorunlu günlere taşımıştır. Ülkemizde uygulanan vergi gelirlerinde verimlilik analizleri yapılmamış, gelir beklentileri gerçekçi hesaplamalara dayandırılmamıştır (Sevig, 2001: 794). Köklü bir vergi reformunun ve yerel idarelerdeki israfın önlenmesi ise programın bugüne kadar ele alınmamış ve eksik kalmış iki önemli yönüdür (Hiç, 2001: 521). 38 milyon seçmen bulunan ülkemizde 12 milyon civarında vergi mükellefinin bulunması durumun vahametini açıkça göstermektedir.

- **Depremin Yarattığı Tahribatın Ekonomik Yapıya Yansıması:** 17 Ağustos ve 12 Kasım 1999 depremlerinin, ekonomide yarattığı tahribatın boyutlarının ekonomik yapıya yansımasının bu döneme denk gelmesi de krizin ortaya çıkmasında rol oynamıştır (Berksoy, 2001: 2).

3.7. MORTGAGE KRİZİ

ABD ekonomisinde 2000 Mart ve 2002 Ekim tarihleri arasında borsa, değerinin % 50'sini yitirmiştir. İki yıl sonra bu kaybın yaklaşık yarısı geri dönerken, borç yükselişi sürmüştür. Borsa köpüğünün patlamasından kaynaklanan ekonomik şok, konut piyasasındaki spekülasyona dayalı konut fiyatları borç köpüğünün genişlemesiyle yatıştırılmıştır (Foster, 2008: 53). Kredibilitesi görece düşük riskli kesimlere subprime mortgage kredileri verilmesi, yüksek riskli kredilerin boyutunu 1,5 trilyon Dolara yükseltmiştir. Riski yüksek kişilere daha yüksek faiz oranları ile mortgage kredisi kullandırılmıştır. 2004 yılında enflasyonla mücadele kapsamında FED'in politikasını değiştirmesiyle faiz oranları yükselmeye başlamış ve bu durum özellikle değişken faizli mortgage kredilerinin geri dönüşünde sorunlar çıkmasına neden olmuştur. 2008 yılı Şubat ayında subprime kredilerin % 21,5'i ödeme sorunuyla karşılaşmıştır. Bankalar daha fazla kredi verebilmek için, bu riskli gruba verilen kredilerden doğan alacaklarını teminat göstererek emlak tahvilleri çıkarıp, bunları piyasadaki benzerlerine göre daha yüksek faizle, riskli yatırımlardan yüksek karlar elde etmeyi hedefleyen hedge fonlara satmışlardır (Susam ve Bakkal, 2008: 73).

ABD ekonomisinde konut sektöründe yaşanan kredi kullandırımının kontrolden çıkmasını, 2005-2006 döneminde kredi döngüsünün doyum noktasına ulaşmasına bağlamak mümkündür. Çünkü bu dönemde piyasada yatırım amaçlı kullanılabilecek aşırı miktarda likiditenin varlığı, dar kar marjlarının oluşmasına sebep olmuş ve bu gelişmeler kontrolsüz kredi kullandırımının önünü açmıştır. Hatta bu krediler karşılığında alınan teminatlarda gevşek politikalar benimsenmiştir. Buna karşın, riskli konut kredisine dayalı yatırım araçlarının ve bunlara yatırım yapan finansal kuruluşların kredi derecelerinin düşürülmesi, bu yatırımların ve firmaların değerlerinin hızla erimesine neden olmuştur. Ürünlerin nakde dönüştürülmesinde yaşanan sıkıntılar ve yatırımcıların paralarını geri alma isteği ile piyasalar likidite krizine sürüklenmiş, Lehman Brothers'ın iflasını takip eden gün American International Group (AIG) ismiyle Dünyanın en büyük sigorta şirketinin hisse senetlerinin % 60 değer kaybetmesi bütün Dünyada deprem etkisi yaratmıştır. FED tarafından mevduat kuruluşlarına sağlanmakta olan kısa dönemli likidite imkanlarından diğer büyük yatırım şirketlerinin de yararlanma istekleri risk algılamasını artırmış ve Dünya genelinde bankalar arası para piyasaları kilitlenerek fonlama maliyetleri yükselmiştir. Bir anda küresel likidite krizine dönüşen Mortgage Krizi, Dünya genelinde azalan talep ve bozulan beklentilerin tüketim üzerindeki olumsuz etkisi nedeniyle küresel durgunluk halini almıştır (Ünal ve Kaya, 2009).

Küreselleşmiş finansal piyasalar nedeniyle ABD gayrimenkul piyasalarında başlayan ve daha sonra likidite krizine dönüşen bu süreç, ABD bankalarının borç verme riskini yabancı yatırımcılara aktarması sonucu, başta Avrupa olmak üzere bütün Dünyaya yayılmış, küresel piyasalarda sistemik risk artmıştır. Bu bağlamda, küresel mali krizin nedenlerini; gevşek para politikası, finansal piyasalarda risklerin olduğundan küçük değerlendirilmesi, şirket yönetimlerinin başarısızlığı, hane halklarının az tasarruf edip çok borçlanması ve federal bütçe açıkları gibi gerekçelerle özetlemek mümkündür. İlk üç gerekçe, finans kurumlarında aşırı kaldıraçlamaya yol açmış ve borsa balonuna neden olmuştur. Gerek hane halklarının aşırı borçlanması, gerekse borsa balonlarının riski kırılganlık derecesini artırarak ekonomileri küresel mali krize sürüklenmiştir

(Aydoğuş, 2009: 37). Dolayısıyla finansal sisteme yönelik düzenlemelerin azaltılması, 2000 yılında “yeni ekonomi” hisse senedi balonunun çökmesinin etkilerine karşı koymak için FED tarafından faiz oranlarının aşırı düşürülmesinin konut balonunun oluşmasına neden olması ve konut alacak gücü olmayan pek çok insana büyük miktarda eşik altı ipotek kredisi verilmesi gibi nedenler arasında en fazla üzerinde durulan, mortgage bazlı sorunlu varlıkların Dünyadaki kurumsal yatırımcılara satılması olmuştur. Ancak, sorunun temeli daha derinlerdedir. Bu temel, reel ekonomideki düşük büyüme oranı deneyiminde aranmalıdır. Çünkü bu gelişmeler, sermayenin yaşadığı sorundan çıkışı sağlayacak kaldıraç gücün bulunması sürecinde borçların ve spekülatif kazançların artmasıyla, malileşmeyi beraberinde getirmiştir (Foster ve Magdoff, 2009: 41).

Bu süreçte yurt dışındaki ucuz emeğin kullanımı, üretimin uluslararası bir nitelik kazanması gibi nedenlerle reel ücretlerin baskılanması söz konusu olmuş, böylece artı değer çoğalmıştır. Ancak reel ücretlerin baskılanması ya da ekonomik büyümenin altında kalışı ve artan tüketici borçlarıyla bozulan hane halklarının iktisadi koşulları talebi olumsuz etkilemiş, üretim-tüketim dengesi bozulmuştur. Bu süreç ekonomiyi resesyona sürüklerken, finansal sistem ve eşik altı ipotek kredileri devreye sokulmuş; bankalar tüketicilere sundukları kredileri fonlayabilmek için sağlam temeli olmayan yeni finansal enstrümanlar yaratmışlardır. ABD ekonomisindeki kreditörler dünya nakit havuzundan kaynak sağlamak için bu menkul kıymetleri tüm dünyaya satınca söz konusu gelişmeler küresel bir nitelik kazanmıştır (Durmuş, 2009: 15).

Mortgage krizinin nedenleri şu altı başlık altında toparlayabiliriz.

. Mortgage Kredilerinin Yapısının Bozulması

Faizlerin düşük olduğu dönemlerde artan risk iştahıyla kişilerin kredi geçmişlerine bakılmadan verilen subprime mortgage kredilerinde, faizlerin yükselmesiyle birlikte temerrütler ve icra yoluyla satışlar artmaya başlamış ve bu durum karmaşık türev araçlarla finansal sisteme yayılarak dalgalanmaya neden olmuştur. 2007 yılının ikinci çeyreğinden sonra krize dönüşen bu süreçte mortgage kredilerinin geri ödemelerinde yaşanan aksaklıklar sistemin tamamını olumsuz etkilemiştir. (Demir vd, 2008: 45).

. Faiz Yapısının Uyumsuzlaşması

Başkan Bush yönetiminin özellikle düşük gelirli aileleri hedef alan konut edindirmeye yönelik politikaları nedeniyle her türlü esneklik sağlanması sonucu subprime ve değişken faizli konut kredilerinin sayısında artış olmuştur. Ancak ABD Hükümeti tarafından desteklenen bu programlar çerçevesinde, her türlü yatırımın hükümet tarafından sağlanacağı düşüncesiyle yatırımcılar tarafından doğru bir planlama yapılmadan konut alımları gerçekleşmiştir. Bu çerçevede kullanılan konut kredilerinden de özellikle değişken faizli olan mortgage kredilerinin geri ödeme tutarları, faiz oranlarının artması nedeniyle oldukça yüksek düzeylere ulaşmıştır.

. Konut Fiyatlarındaki Balon Artışlar

Kısa vadeli dolar faizlerinin yükselmesiyle birlikte, sürekli yükselen konut fiyatları 2006 yılında gayrimenkul piyasasında başlayan durgunlukla birlikte düşmeye başlamıştır. Fiyatların daha da yükseleceği düşüncesiyle yüksek faizlere katlanan tüketiciler için beklentilerinin tersine gelişmeler ortaya çıkmıştır. Değişken faizli subprime mortgage kredilerinin piyasalar üzerinde baskı yaratmasının ardından, FED tarafından faiz oranlarına müdahale edilmiş ve kısa vadeli faiz oranları düşürülmüştür. Ancak, faiz oranlarının düşürülmesi mortgage kredilerinin taksit ödemelerini bir dereceye kadar indirmiş, teminat niteliğinde olan konutların değerini de azaltmıştır. Konut değerlerinin yüksek olduğu dönemlerde, mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetlerin düşük risk grubunda değerlendirilerek yatırımcılara sunulmasının ardından teminat niteliğindeki konut değerlerinin ani düşmesiyle yüksek zararlar kaydedilmiştir.

. Menkul Kıymetlerin Fonlanmasında Yaşanan Sıkışıklık

Mortgage kredilerine dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymet piyasasının temel fon kaynağı olan mortgage kredileri geri ödemelerinin yapılamaması nedeniyle ikincil piyasanın fonlanmasında sıkıntılar yaşanmaya başlamıştır. Özellikle subprime mortgage kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi, sermaye piyasalarını derinleştirmekten ziyade mevcut isleyişin temelden bozulmasına neden olmuştur.

. Kredi Türev Piyasalarının Genişlemesi Kredi sağlayan kurumlar alacaklarını teminat göstererek büyüklüğü trilyon doları bulan konut tahvillerini piyasaya satmışlardır. Bu tahvillerin getirileri, Amerikan hazine bonosunun çok üzerinde olduğu için özellikle riskli ve yüksek getiri hedefleyen serbest fonların bu tahvillere yönelmesinde etkili olmuştur. Bankalar, kredi alacaklarını menkul kıymetleştirme yoluyla yatırım aracı haline çevirdikleri için mortgage piyasaları, sadece kredi veren kuruluşla kredi kullanan arasındaki kredi ilişkisine bağlı bir piyasa olmadığından tüm finansal sistem artan faizler karsısında dalgalanma dönemine girmiştir.

. Kredi Derecelendirme Sürecindeki Sorunlar

Kredi derecelendirme kuruluşları genellikle sadece kredi borcu ödememe riskine karşı varlıkların derecelendirmesini yapmışlardır. Ancak bu bakış acısı yatırımcılar tarafından yanlış anlaşılmıştır (Goodhart, 2007: ??). İkincil piyasada işlem yapan yatırımcılar için piyasa riski ve likidite riski söz konusudur. Nitekim ikincil piyasalarda yaşanan krizin en belirgin riski likidite riskidir.

3.7.1. Mortgage Krizinin Türkiye Ekonomisine Etkileri

2001 yılında Türkiye'de yaşanan finansal krizden bankacılık kesimi güçlenerek ve risklere karşı duyarlılığı artarak çıkmıştır. Bu dönemde yeniden yapılanan bankacılık kesimi ve özel sektör yurtdışından borçlanmaya yönelmiştir. 2004 yılından sonra büyüme açısından belirli bir yavaşlama sürecine giren Türkiye, 2008 yılının ikinci çeyreğinde durgunluğa ve 2008 yılının son çeyreğinde de ekonomik gerilemeye teslim olmuştur. Türkiye ekonomisine gelen kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerindeki azalışla birlikte küresel ekonomiye ilişkin belirsizlikler, iktisadi görünüme ilişkin kötümser beklentiler ve GSYH' da yaşanan düşüş de bu süreçte etkili olmuştur.

2000-2001 yıllarında yaşanan ekonomik kriz sonrası dönemde Türkiye'de reel sektör, ucuz döviz ve genişleyen kredi imkanlarından faydalanarak hem ucuz ara malı ithal edip bunlarla dayanıklı tüketim malları üretmeye ağırlık vermiş; hem de dışardan yüksek miktarda yabancı para cinsinden borç edinmiştir. İhracatın ithalata bağımlı hale gelmesi ve dış kaynak bağımlılığı ile sonuçlanan bu süreç, küresel mali kriz ile birlikte daralan kredi imkanları ve dış piyasalarda yaşanan talep daralmasının ihracat kapasitesini olumsuz etkilemesi sonucu, reel sektörü açık hedef haline getirmiştir. Dolayısıyla, Dünya ekonomisindeki söz konusu olumsuz gelişmelerin Türkiye'de, 1994 ve 2001 krizlerinde olduğu gibi mali sektörü değil, aksine reel sektörü etkilediği görülmektedir. 2008 yılı ve sonrası oluşan küresel koşullar, 2001 yılını takiben Türkiye ekonomisinde görülen düzelmenin asıl nedeni olan uluslararası piyasalardaki ucuz kredi, ucuz döviz ve ucuz ithalata dayalı büyüme modelini işler olmaktan çıkarmıştır.

Bu bağlamda Türkiye'nin hem küresel mali krizin etkilerini hem de 2002 sonrası oluşan iktisadi yanılsamanın ve yanlış politikaların getirdiği reel krizi bir arada yaşadığı söylenebilir. Çünkü Türkiye 2002 yılından beri Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından öngörülen yüksek reel faiz ve düşük kur politikasının getirdiği reel sorunları hissetmekteydi. Her ne kadar ABD ekonomisinde “sorunlu varlıklar” olarak adlandırılan türev ürünlerin Türkiye’ye gelmemiş olması nedeniyle bankacılık sektörü küresel krizden nispeten korunmuş olsa da dış mali piyasalardaki olumsuz gelişmeler Türkiye’nin reel krizini derinleştirmiştir. Hem ihtiyaç duyulan dış kaynak kesilmiş; hem de ihracat pazarları daralmıştır. Reel kesimin üretim kapasitesi iç taleple denk olmadığından; aksine ihracat odaklı olduğundan, reel kriz büyümüştür. Üstelik bu dönemde reel sektörün dış borç yükü artmış ve reel ekonomi parasallaşmıştı.

Türkiye ekonomisinde durgunluk süreci, tarım ve imalat sanayi sektörlerinde 2005 yılı sonunda başlayan sorunlarla paralel gelişmiştir. Tarım ve imalat sanayi iki gelişmeden ötürü baskı altına girmiştir. Birincisi, aşırı değerli Türk Lirası (TL) nedeniyle ara malların iç piyasadan daha düşük fiyatla ithal edilebilmesidir. Bu nedenle özellikle girdi üreticilerinin bir kısmı rekabet edemez hale gelmiştir. İkincisi de düşük kurun tüketim ve yatırım mallarında rekabet güçsüzlüğü ve pazar kaybına neden olmasıdır. Yüksek reel faiz ve düşük kur politikası enflasyonu aşağı çekerken aynı zamanda üretimi de olumsuz etkilemiş, rekabet gücünü azaltmıştır. Tablo 3.1'den de görüleceği gibi imalat sanayindeki durgunlaşma ve büyüme performansında giderek artan yavaşlama bu gelişmeleri doğrular niteliktedir.

Türkiye'de yaşanan 1994 krizinde mevcut eğilimi değiştiren bir işsizlik oranı artışı gözlenmemiş, 2001 krizi öncesinde içsel gelişmelerden kaynaklanan bunalımlar işsizlik üzerinde pek etkin olmamıştır. Türkiye'de işsizlik oranı 1988-2001 döneminde yüzde 6,3 ile 9,2 arasında dalgalanmış, ortalama yüzde 7-8 düzeyinde kalmıştır. Aynı oran 2002-2007 döneminde yüzde 10 dolaylarına çıkmış, bu dönemde gerçekleşen en düşük işsizlik oranı yüzde 9,9 olmuştur (Tablo 3.1). Bununla birlikte, özel kesim imalat sanayinde 1997 sonrası reel ücret artışı yaşanmamıştır. Kamu kesiminde ise reel ücret artışı çok küçük oranda gerçekleşmiştir. Üstelik özelleştirmeler nedeniyle kamunun imalat sanayindeki payı 2008 yılında yüzde 1,6'ya kadar düşmüştür (Bulutay, 2009: 27 – 60). Özellikle 2002 yılından bu yana Türkiye'de elde edilen

Tablo 3.1: Türkiye'de Son Yıllardaki Temel Ekonomik Göstergeler

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
GSYH Büyüme Hızları (%)	6.2	5.3	9.4	8.4	6.9	4.6	0.9
Dış Ticaret Dengesi* (milyar $)	- 15.5	- 22.1	- 34.4	- 43.3	- 54.0	- 62.8	- 69.8
Cari İşlemler Dengesi* (milyar $)	- 1.5	- 8.0	- 15.6	- 22.6	- 32.8	- 38.2	- 41.3
İşsizlik Oranı (%)	10.3	10.5	10.3	10.3	9.9	10.3	11.0
Bütçe Dengesi* (milyar TL)	- 40.1	- 40.2	- 30.3	- 8.1	- 4.6	- 13.7	- 17.1
İm. Sanayi Üretim Endeksi** (%)	103.4	112.4	123.5	100.0	107.7	114.8	112.7
Kapasite Kullanım Oranı (%)	76.2	78.5	81.5	80.3	81.0	81.8	78.1
Enflasyon Oranı (TÜFE %)	29.7	18.4	9.3	10.5	9.7	8.4	10.4
Sıcak Para* (milyar $)	8.1	16.2	30.4	58.1	64.9	107	50.3
Reel Faiz Oranı (%)	2.2	2.6	10.4	11.3	12.9	13.8	7.4

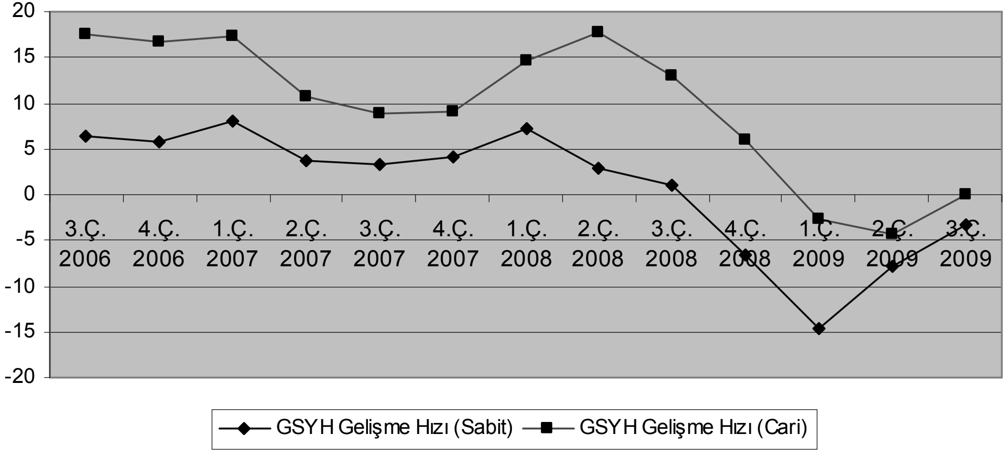
Kaynak: DPT, *Ekonomik Göstergeler*, Aralık 2009; TCMB, http://evds.tcmb.gov.tr/ ve TÜİK, www.tuik.gov.tr.
* Veriler yaklaşık değerleri içermektedir.
** 2004 yılına kadar 1997=100 endeksli, 2005 sonrası ise 2005=100 endeksli rakamlar derlenmiştir.

yüksek büyüme hızlarına rağmen işsizlik sorunu azalacağına artmıştır. Gerekçelerden biri tarım kesiminin son yıllarda istihdam kaybetmesi ve bu kaybın diğer sektörlerce tam olarak yerleştirilememesidir. 1997 yılında yüzde 42 olan tarım kesimi istihdamı yıllar içinde azalarak 2008 sonunda yüzde 25'e gerilemiştir. Yani Türkiye, 2000'lerden itibaren bir yandan yeni işsizlerine iş ararken bir yandan da tarım kesiminden açığa çıkan gizli işsizlere iş arayan bir ülke konumuna gelmiştir. 2008'de başlayan küresel mali krizin etkisiyle Türkiye ekonomisinde giderek derinleşen reel sektör krizi ise 2009 yılının ilk sekiz ayında işsizliği ortalama yüzde 15'e taşımıştır (Tablo 3.2).

Reel kesimin içine sürüklendiği kriz, imalat sanayi kapasite kullanım oranlarındaki gelişmelerden açıkça görünmektedir. Bu oran, 2004 ve sonrasında sürekli yüzde 80'ler düzeyinde iken, 2008 yılında önce yüzde 78'e düşmüş, 2009'un ilk dört ayında yüzde 70'lerin de altını görmüştür. Toplam sanayi üretiminin takip edildiği "İmalat Sanayi Üretim Endeksi" ise 2009 yılının özellikle ilk çeyreğinde ciddi anlamda gerilemiştir. Reel kesim üretiminde yaşanan bu olumsuz gelişmeler büyüme rakamlarına da yansımış, 2008 yılının üçüncü çeyreğinde yüzde 1 olarak gerçekleşen sabit fiyatlarla GSYH büyüme hızı 2008 yılının son çeyreğinde, zayıflamaya başlayan iç ve dış talep ile azalan sermaye girişi gibi nedenlerle, rekor bir gerilemeyle negatif değerler almaya başlamıştır. 2008 yılının son çeyreğinde yüzde 6,5, 2009'un ilk çeyreğinde yüzde 14,7 ve ikinci çeyrekte yüzde 7,9 olarak revize edilen küçülme rakamları üçüncü çeyrekte yüzde 3,3 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 1). Büyüme rakamlarındaki bu negatif gerçekleşmeleri, küresel piyasalardaki dalgalanmalara, TL'nin aşırı değerlenmesine, verimlilik hızındaki yavaşlamaya, rekabet gücünün azalmasına ve son birkaç yıldır tarım sektöründe yaşanan duraklamaya bağlamak mümkündür.

Dolayısıyla, 2002-2008 yılları arasında Türkiye'de yaşanan yukarı yönlü ivme dış kaynaklıdır. Bu dönemde büyümenin dış sermaye akımlarına, ihracata ve özellikle ithalata bağımlılığı artmıştır. Hem dış borçlanma (Tablo 3.3) hem de sıcak para (Tablo 3.1)

Grafik 1: Türkiye'nin GSYH Büyüme Hızları (%)



hakkındaki gelişmeler 2002 yılından başlayarak Türkiye ekonomisini sorunlu bir sürece sokmuştur. Söz konusu dönem yüksek oranlı işsizlik, yüksek reel faiz oranları ve büyük cari açıklar ile karakterize olmuştur. Buna karşın büyümenin temeli olan yatırımlarda ve sanayide olumlu bir gelişme yaşanmamıştır (Balmumcu, 2010: 1 – 19). Türkiye'nin temel sorunlarından biri yatırım yetersizliğidir. Yabancı sermaye akımları bu yetersizliğe çare olamamıştır. Bu sorunu gidermenin bir yolu faiz oranlarını düşürmek iken 2009 yılında bu yönde yaşanan gelişmeler yatırımı uyarmak için yeterli olmamıştır. Çünkü yaşanmakta olan bunalım ve deflasyon ortamı yatırım istek ve eğilimini azaltmıştır (Bulutay, 2009: 27 – 60). 2002-2008 yılları arasında büyüme büyük ölçüde cari açık ile finanse edilmiştir. Cari açığın yüksekliğine rağmen bir sorun olarak algılanmamasının temel nedeni, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) izlediği yüksek faiz politikasıdır. Bu yüksek faiz politikasının etkisi ile Türkiye portföy ve kısa süreli kredi plasmanlarını ülkeye çekmiş, dışa açık büyük bir ekonomi gibi büyüme oranını bütçe açığı ve cari açık ile finanse etmiştir. 2003-2007 döneminde ortalama yüzde 6 dolayında bir büyüme oranını tutturmasına rağmen işsizlik oranını yüzde 10 düzeyinin altına indirememiştir (Çolak, 2009: 51 – 69).

Bununla birlikte, 2008'den bu yana dünya ekonomisinde yaşanan gelişmeler merkez bankalarının finansal istikrarı bir kenara bırakarak sadece fiyat istikrarına odaklanmalarının çok maliyetli olabileceğini göstermiştir. Türkiye'de 2006 yılında başlayan enflasyon hedeflemesi stratejisi ekseninde fiyat istikrarı öncelik kazanmıştır. 2008 yılı sonunda petrol ve emtia fiyatlarında yaşanan düşüşler, iç talepte yaşanan daralma ve giderek kronikleşen ekonomik durgunluk gibi nedenlerle enflasyon 2009 yılının ilk sekiz ayında Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) açısından yıllık yüzde 5,3'e kadar gerilemiştir. Asıl ilginç olan gelişme ise enflasyonun 2009 yılının Nisan-Ağustos döneminde Üretici Fiyat Endeksi (ÜFE) için negatif değerler almış olmasıdır (Tablo 3.2). Bu gelişmeleri, Türkiye ekonomisinde durgunluk sorununun ciddiyeti açısından mı yoksa enflasyon hedeflemesinin başarısı yönünden mi

Tablo 3.2: Türkiye Ekonomisinin 2009 Görünümü

Yıl/Ay	**2009/1**	**2009/2**	**2009/3**	**2009/4**	**2009/5**	**2009/6**	**2009/7**	**2009/8**
Dış Ticaret Dengesi* (milyar $)	- 1.4	- 0.08	- 2.3	- 2.5	- 3.5	- 4.2	- 3.4	- 4.9
Cari İşlemler Dengesi* (milyar $)	- 0.4	- 0.2	- 1.1	- 1.5	- 1.6	- 2.0	0.2	0.1
İşsizlik Oranı (%)	15.5	16.1	15.8	14.9	13.6	13.0	12.8	13.4
Bütçe Dengesi* (milyar TL)	- 3.0	- 7.4	- 8.8	- 0.9	- 0.6	- 2.5	- 6.6	- 1.5
İm. San. Ürt. Endeksi** (aylık %)	-24.3	- 26.0	- 23.4	- 20.5	- 18.9	- 11.2	- 10.3	- 7.2
Kapasite Kullanım Oranı (aylık %)	63.8	63.8	64.7	66.8	70.4	72.7	72.3	69.7
Enflasyon Oranı (TÜFE yıllık %)	9.5	7.7	7.9	6.1	5.2	5.7	5.4	5.3
Enflasyon Oranı (ÜFE yıllık %)	7.9	6.4	3.5	- 0.4	- 2.5	- 1.9	- 3.8	- 1.1
Sıcak Para* (milyar $)	50.4	44.9	47.0	51.6	60.9	63.2	74.0	79.5
Reel Faiz Oranı*** (%)	9.4	9.7	9.1	10.3	10.9	9.6	8.2	7.5

Kaynak: DPT, *Ekonomik Göstergeler* ve *Mali Piyasalarda Gelişmeler*, Aralık 2009; TÜİK, www.tuik.gov.tr ve TCMB, http://evds.tcmb.gov.tr/

* Veriler yaklaşık değerleri içermektedir.

** Bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde değişme, 2005=100.

*** 1 yıl vadeli ağırlıklı ortalama TL mevduat faiz oranı ile TÜFE yıllık değişim oranı farkı alınarak hesaplanmıştır.

değerlendirmek gerekir, tartışılır. Hükümetin enflasyon rakamlarındaki bu gelişmeleri, küresel mali krizi ve ülkenin yaşadığı reel krizi görmezden gelerek fiyat istikrarına dönük bir başarı olarak yorumlaması düşündürücüdür.

Her kriz döneminden sonra keskin düşüşler yaşayan cari işlemler açığı, 2002 yılında 1,5 milyar Dolar gibi çok düşük bir düzeyde gerçekleşmişken 2008 yılı sonunda 41 milyar Dolara kadar tırmanmıştır. Küresel mali kriz sonrasında, 2009 yılının ilk sekiz ayında ise 7 milyar Dolar düzeyinde tutunmuştur. 2002-2008 dönemindeki göstergelere bakıldığında, dış ticaret açığının ve dolayısıyla cari dengenin sıcak para ile finanse edildiği görülmektedir. 2008 sonunda yaklaşık 70 milyar Doları bulan dış ticaret açığı, küresel mali kriz sürecinde ithalatın ihracattan daha hızlı oranda gerilemesi nedeniyle 2009 yılının ilk sekiz ayında 22 milyar Dolar seviyesinde kalmıştır. 2007 yılında rekor artışla 107 milyar Doları bulan sıcak para akışı, küresel krizin etkilerinin Türkiye'de hissedilmeye başlandığı 2008 sonunda 50 milyar Dolara gerilemiştir (Tablo 3.1).

Küresel boyutta likiditenin daralması sonucunda risk algılamasında yaşanan bozulmayla birlikte 2009 yılının ilk çeyreğinde ülkedeki sıcak para 50 milyar Doların da altına inmiş; dış piyasalarda devreye sokulan genişletici politikalar nedeniyle yaşanan kısmi toparlanma, 2009 yılının üçüncü çeyreğinde sıcak para akışını 79,5 milyar Dolara kadar çıkarmıştır (Tablo 3.2).

Dünya ekonomisinde oluşan bol likidite olanaklarından yararlanarak yüksek reel faiz vermek suretiyle ülkeye çekilen sıcak para ve önemli ölçüde özelleştirme gelirleri ile finanse edilen cari açığın nedenlerini; yüksek büyüme oranları, iç tasarruf açığı ve ulusal paranın aşırı değerli olması şeklinde sıralamak mümkündür. Yüksek büyüme oranının cari açığı artırması, ekonomik büyümenin özellikle ara malı ithalatını artırması nedeniyle, büyüme ile cari işlemler açığı arasında pozitif bir ilişki olmasına bağlanır. Dolayısıyla, 2003 yılında yoğunlaşmaya başlayan sıcak para girişinin reel kurları düşürmesi; bunun da ithalatı ucuzlatarak hızla artırması sonucu, hızlı büyüme ve yüksek cari açık birbirinin neden ve sonucu haline gelmiştir. İthalata yönelik büyüme modelinin ağırlık kazandığı bu dönemde büyüme giderek daha fazla cari açık vermeyi zorunlu kılmıştır (Susam ve Bakkal, 2009). Türkiye ekonomisinde büyümenin şiddetli düşüşler yaşaması nedeniyle ithalatın ve cari açığın azalması doğal bir sonuçtur. 2009 yılı rakamları bunu göstermektedir (Tablo 3.2).

Türkiye'de 2002 yılından bu yana özel sektör, dış borcun dağılımında payını giderek artırmıştır. Hazine Müsteşarlığı verilerine göre özel sektörün dış borcu 2008 yılı sonunda 185 milyar dolara ulaşmış görünmektedir (Tablo 3.1). Bilançolarında yüksek düzeyde döviz borcu bulunan reel kesimin yükselen kredi maliyetleri ve döviz kurundaki artıştan olumsuz etkileneceği açıktır. Bu nedenle, küresel finansal dalgalanma olarak başlayan, likidite krizi olarak devam eden ve sonunda küresel bir resesyona dönüşen bu krizin Türkiye ekonomisini en çok dış borçların finansmanı ve özel sektörün yabancı kaynak bulma sorunu üzerinde sıkıntı yaratacağı tahmin edilmektedir.

Bununla birlikte, Türkiye'nin 2002 yılından beri uygulamakta olduğu sıkı maliye politikasının katkısıyla bütçe açığını 2008 yılı sonunda kontrol edilebilir düzeye çektiği görünmektedir (Tablo 3.1). Ancak küresel mali krizle birlikte, gerek dış gerekse iç talepte görülen daralma ve akabinde işsizlikte yaşanan artış, doğrudan ve dolaylı vergi gelirlerinde önemli miktarda azalmayı beraberinde getirmiştir. Reel kesimde yaşanan daralmayı aşmak için kamu harcamalarını artırmak veya vergi oranlarını azaltmak şeklindeki politikalar, kamu borcunun ve bütçe açığının artmasına neden olmaktadır. Derinleşen reel kriz, düşen vergi gelirleri ve artan harcamalarla birlikte bütçe açığı 2009 yılı için 10 milyar TL olarak hedeflenirken ilk sekiz ayda 31 milyar TL'ye ulaşmıştır (Tablo 3.2). Yılsonu itibariyle bu açık 52,2 milyar TL'yi bulmuştur.

Sonuç olarak, bilanço yapıları iyice bozulan firmaların iç ve dış talepteki gerilemeyle birlikte stokları artmış, nakit akış dengeleri bozulmaya başlamıştır. Küresel piyasalardaki olumsuz gelişmeler ve reel kesimin kredibilitesinin bozulması gibi nedenlerle kredi vermekte isteksiz davranan bankacılık sektörü, Türkiye ekonomisinde reel kesimin sorunlarını artırmıştır. Küresel mali kriz nedeniyle uluslararası sermayenin risk alma iştahının azalmasıyla dış piyasalardan kredi olanakları da daralmıştır. Ucuz kredi, ucuz ithalat, düşük döviz kuru üçgeni ile ayakta duran reel sektör, küresel mali kriz ile bu imkanlarını da kaybedince ülke ekonomisi yüksek dış borç ve cari açık sorunları ile karşı karşıya kalmıştır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

ERKEN UYARI GÖSTERGELERİ İLE 1990 SONRASI KRİZLERİN DEĞERLENDİRİLMESİ

Yazarlar tarafından vurgulanan diğer bir nokta da göstergelerin krize yol açabilecekleri dönemle ilgilidir. Buna sinyal alma dönemi denilebilir. Bu dönem döviz krizleri için 24 ay ve bankacılık krizleri için 12 ay öncesi olarak değerlendirilmiştir (Kaminsky, Reinhard, 1999: 487). Çalışmada kullanılan değerler, eşik değerleri aşıyorsa ve krizin işaretini (para krizi için 24 ay öncesinde, bankacılık krizinde 12 ay öncesinde) veriyorsa, bu iyi bir sinyal olarak değerlendirilmektedir. Eğer sinyal sonrasındaki dönemde bir kriz yaşanmıyorsa, bu kötü bir sinyal olarak ifade edilmektedir. Ayrıca Kaminsky ve Reinhart 1997 yılında Lizondo ile birlikte kriz göstergelerini belirlemek amacıyla yaptıkları otuza yakın akademik çalışma ile bu çalışmalarda kullandıkları temel göstergeleri ayrıntılı bir şekilde ortaya koymuşlardır. Bu göstergeler on alt başlık halinde gösterilmiştir, (Kaminsky, Lizondo, Reinhart 1997):

- Sermaye Hesabı: Uluslararası rezervler, sermaye akımları, kısa dönemli sermaye akımları, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları arasındaki farklılıklar olarak ifade edilebilir.

- Borç Profili: Dış borçların toplamı ve bu dış borçlar içerisinde kamu dış borcu miktarı, kısa dönemli borçlar, faiz yapısına ve kredi verenlerin tipine göre sınıflandırılan borç payı, borç servisi ve yabancı yardımlar olarak sıralanabilir.

- Cari İşlemler Hesabı: Reel döviz kuru, cari işlemler dengesi, dış ticaret dengesi, ihracat, ithalat, ticaret hadleri, ihracat fiyatları, tasarruflar ve yatırımlardır.

- Uluslararası Değişkenler: Reel GSMH büyüme hızı, faiz oranları ve fiyat seviyesi.

- Finansal Serbestleşme: Kredi büyümesi, para çarpanındaki değişme, reel faiz oranları, banka borç ve mevduat faiz oranları arasındaki fark.

- Diğer Finansal Değişkenler: Merkez Bankasının bankacılık sistemine aktardığı kredi miktarı, para talebi ve arzı arasındaki açıklık, tahvil getirileri, yurtiçi enflasyon oranı, "gölge" döviz kuru, M2 / uluslararası rezervler.

- Reel Sektör: Reel GSMH büyüme hızı, üretim, ücretler, hisse senedi fiyatlarındaki değişmeler, istihdam / işsizlik, üretim açığı.
- Finansal Değişkenler: Finansal açık, hükümet tüketimi ve kamu sektörüne yönelik krediler.
- Kurumsal-Yapısal Faktörler: Açıklık, mal dağınıklığı, döviz kontrolleri, sabit döviz kuru sisteminin uygulandığı periyot, finansal serbestleşme, bankacılık krizleri, geçmişte yaşanan döviz krizleri sıralanabilir.
- Politik Değişkenler: Hükümet değişiklikleri, politik istikrarsızlık, güven kaybı yaratan gelişmeler ve gereksiz seçim kararları sayılabilir.

Yukarıdaki değişkenlerle ilgili olarak şu değerlendirmeler yapılabilir; "etkin bir uyarı sistemi, geniş bir değişken setini" içermelidir (Kaminsky, Lizondo, Reinhart: 1998: 12). Çünkü finansal ve ekonomik krizler pek çok değişkene bağlı olarak gerçekleşmektedir. Bu sebepten kriz açıklamalarında çok fazla değişken kullanılması sonuçlar açısından daha sağlıklı olacaktır. Bu göstergelerin birinde veya birkaçında yaşanacak sapmaların bir kriz işareti olarak algılanması ve önlem alınması da bu yöndeki çalışmalar arasında bulunmaktadır.

Finansal krizlerin doğacağına ilişkin ön göstergelerin başında reel kurun aşırı değerlenmesi, M2 para arzının uluslararası rezervlere olan oranında ve cari açıkların milli gelire oranında aşırı yükselmeler gelmektedir (Eren ve Süslü, 2001: 662).

Bir ekonomide finansal krizin doğacağına ilişkin beklentileri besleyen bu göstergeler dışında, yaşanan krizin boyutları hakkında bilgi veren temel göstergeler de söz konusu olmaktadır. Döviz kurlarındaki büyük dalgalanmalar, gecelik faizlerde yaşanan aşırı yükselmeler ve döviz rezervlerindeki önemli miktarda azalmalar bu göstergelerin başlıcalarıdır (Eren ve Süslü, 2001: 662).

4.1. ASYA KRİZİ

Güneydoğu Asya'da 1997 yılında ortaya çıkan küresel ekonomik kriz konusu ele alınırken ilk değerlendirilmesi gereken ülkeler Tayland, Malezya, Endonezya ve Güney Kore'dir. Kriz bölgesindeki iki önemli ülke, Çin ve Japonya ise krizi ülkeleri dışında tutmaları gerekirken, ekonomik konumlarının önemli olması, kendi yapısal ekonomik sorunları ve bölge ülkeleriyle olan yoğun piyasa ilişkileri nedeniyle krizden büyük ölçüde etkilenebilecek ve krizi büyük ölçüde etkileyebilecek konumda olmalarından dolayı da çok fazla da kriz dışında tutulamaz. Çin'e yapılan yatırımların büyük bir kısmı doğrudan yatırım şeklinde gerçekleştiğinden kriz bu ülkeyi daha az etkilemiştir (DTÖ Türkiye Daimi Temsilciliği 1998). Japonya'nın gerek ithalat ve ihracat gerekse finans açısından Güney Doğu Asya ülkelerine aşırı bağımlılığı Japonya'nın krizden daha fazla etkilenmesine neden olmuştur(Parasız ve Başoğlu, 1999). Bunun yanında Filipinler, krizden çok küçük oranda etkilenmesine rağmen kriz ülkeleri arasında sayılmaktadır. Hong Kong, Singapur ve Tayvan ise kriz ülkeleri kapsamı dışında değerlendirilmektedir.

Bu ülkeler önlemlerini alarak krizin olumsuz etkisinden kısa sürede korunabilmişlerdir.

Asya ülkeleri, iç pazarları oldukça küçük olan ve bu nedenle dış pazarlara önem veren, ihracata yönelik sanayileşme stratejisi uygulayıp başarılı olan ülkeler olarak karşımıza çıkmaktadır. Endonezya, Güney Kore, Tayland, Malezya ve Tayvan gibi Asya ülkeleri ucuz iş gücü maliyetlerinden yararlanarak ve para birimlerini dolara indeksleyerek, ABD başta olmak üzere Japonya ve AB ülkelerinin piyasalarına rahatça girmektedirler (Seyitoğlu ve Yıldız, 2006: 354).

Bu bölümde Asya krizinin yaşandığı bölgedeki ülkelerin dış ticaretle ilgili verileri analiz edilecek ve dış ticaret göstergelerinin kriz erken uyarı sinyali olarak değerlendirilip değerlendirilmeyeceği konusuna ışık tutulacaktır. Asya krizinden en fazla etkilenen Tayland, Malezya, Güney Kore ve Endonezya'nın dış ticaret, uluslar arası rezervler, sermaye hesabı ve GSYİH göstergeleri incelenecektir.

Aşağıdaki Tablo 4.1'de Asya ülkeleri cari hesap dengeleri sunulmuştur. 1992 yılında Tayland'ın cari açığı 6,3 Milyar dolar iken, bu açık 1996 yılında yaklaşık

15 milyar dolara kadar yükselmiştir. 1990 yılından sonra cari açığın artmaya devam etmesi, ülkenin cari işlemler açığının sürdürülebilir olması özelliğini kaybetmesine neden olmuştur. Araştırmalarda, cari açığın GSYİH'ya oranı %5'i geçtiği zaman sürdürülemez bir yapı arz edeceği ve bu nedenle kriz erken uyarı sinyali olarak değerlendirilmesi gerektiği belirtilmektedir. Tablo 4.2'den de görüleceği üzere Tayland'ın cari açığı GSYİH'ya oranı 1990 yılında %8, 1991 yılında %7,1, 1995 ve 1996 yıllarında %8 olarak gerçekleşmiştir. Tayland'da cari işlemler açığının GSYİH içerisindeki payının %5'in üzerinde gerçekleşmesi, ülkenin krize doğru yöneldiğinin bir sinyali olarak ele alınabilir bir özellik göstermektedir (Seyitoğlu ve Yıldız, 2006: 355).

Cari işlemler açığında 90'lı yılların başından itibaren bir artış eğiliminin görüldüğü Malezya ekonomisinde bilhassa 1991 yılında açığın 4,5 milyar $ seviyesine yaklaşması, cari işlemler açığını sürdürülebilir olmaktan uzaklaştırmıştır. Alınan tedbirlerden sonra 1992 yılında, cari işlemler açığı 2,1 milyar dolara düşmüş ve cari hesap/GSYİH oranı %3 seviyesine gerilemiştir.

Tablo 4.1: Asya Ülkeleri Cari Hesap Dengesi

Yıllar /Cari Açık	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Tayland	-7281	-7571	-6303	-6364	-8085	-13554	-14692	-3021	14243	12428	9313	6227
Malezya	-870	-4183	-2167	-2991	-4520	-8644	-4462	-5935	9529	12603	8409	n.a.
G. Kore	-2003	-8317	-3944	990	-3867	-8507	-23006	-8167	40365	24477	12241	8617
Endonezya	-2988	-4260	-2780	-2106	-2792	-6431	-7663	-4889	4096	5785	7985	6899

Kaynak: Halil Seyitoğlu, Rıfat Yıldız, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri, Arıkan Yayıncılık,İstanbul, 2006,354-355

Tablo 4.2: Asya Ülkelerinin Cari Hesap/GSYİH Oranları

Yıllar / Ülkeler	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Tayland	-0.08	-0.08	-0.06	-0.05	-0.06	-0.08	-0.08	-0.03	0.11	0.10	0.08	0.05
Malezya	-0.02	-0.08	-0.04	-0.05	-0.06	-0.10	-0.04	-0.08	0.13	0.16	0.093	
G.Kore	-0.008	-0.03	-0.01	0.002	-0.009	-0.01	-0.05	-0.03	0.10	0.06	0.03	0.02
Endonezya	-0.026	-0.03	-0.02	-0.01	-0.01	-0.03	-0.03	-0.03	0.03	0.03	0.05	0.04

Kaynak: Halil Seyitoğlu, Rıfat Yıldız, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri, Arıkan Yayıncılık,İstanbul, 2006,354-356

Malezya ekonomisi için; 1993, 1994 ve 1995 yıllarındaki cari işlem açıklarının sırasıyla; 3, 4,5 ve 9 milyar dolara ulaşması kriz erken uyarı sinyallerinin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Malezya ekonomisinde krizin habercisi olarak görülebilecek şekilde, cari hesap/GSYİH oranı, 1990 yılında % 2, 1993 yılında % 5, 1994 yılında %6 ve 1995'te %10 olarak gerçekleşmiştir.

1990 yılından itibaren cari hesabı incelendiğinde, Güney Kore ekonomisinde yıllar itibariyle aşırı dalgalanmalara maruz kalsa bile ekonomik anlamda her hangi bir olumsuzluğun olmadığı görülmektedir. Cari işlemler açığı 1990 yılında 2 milyar dolar iken, 1991 yılında 8,3 milyar dolara çıkmış ve 1992 yılında 4 milyar dolara düşmüştür. 1993 yılında 1 milyar dolar fazla veren cari hesap 1994 yılında yeniden 4 milyar dolara ve 1996 yılında ise 23 milyar dolara çıkmıştır. Güney Kore'nin 1990 – Krizine kadar olan dönem içerisinde verdiği cari açıklar kriz için erken uyarı sinyali olarak görülmemekteydi. Tablo 4.2 den de anlaşılacağı üzere 1990- 1997 yılları arasında %1, %2, %9, %1, %5, %3 gerçekleşmesi nedeni ile cari işlemler açığının sürdürülebilir olması, Asya krizinden darbe yiyen Güney Kore için, kriz habercisi gibi gözükmemekteydi.

Asya krizi mağdurlarından Endonezya'da cari işlemler açığı 1990 – 94 arası dönemde ortalama 5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 1995 yılında cari işlemler açığı 6,5 milyar dolara ve takip eden yılda ise 7,6 milyar dolara çıkmasına rağmen sürdürülebilir bir özellik taşımaktaydı. Çünkü yıllar itibariyle cari açık/GSYİH oranlarına bakıldığında, krizin ortaya çıktığı 1997 yılı dahil olmak üzere oranın %3'ün üzerinde gerçekleşmediği ve bu durumun ülke için sorun olmadığı görülmektedir (Seyitoğlu ve Yıldız, 2006: 354).

1993 yılında dolar karşısında, dünya ticareti hacim olarak artarken değer kaybeden ECU ve petrol fiyatlarındaki düşüş nedeni ile değer olarak düşmüştür. Doların, Japon Yen'ine karşı değer kazanması ile söz konusu ülkeler, Japonya'ya nazaran üçüncü ülkelere örneğin ABD ve Avrupa Birliği pazarına yönelik ihracatta bir rekabet dezavantajıyla karşı karşıya kalmışlardır. Bununla birlikte, Çin Halk Cumhuriyeti'nin Yuan'ı 1994 yılında devalüe etmesi, birçok Doğu Asya

Tablo 4.3: Asya Ülkelerinin İhracat/İthalat Oranları

Yıllar / Ülkeler	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Endonezya	1.02	1.01	1.09	1.13	1.05	0.95	0.98	0.10	1.23	1.30	1.33	1.26
G.Kore	0.96	0.90	0.95	1.00	0.96	0.95	0.88	0.97	1.37	1.19	1.07	1.06
Malezya	1.03	0.96	1.02	0.99	0.98	0.96	1.01	1.01	1.23	1.26	1.19	1.19
Tayland	0.82	0.85	0.90	0.90	0.89	0.86	0.86	1.03	1.37	1.27	1.15	1.10

Kaynak: Halil Seyitoğlu, Rıfat Yıldız, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri, Arıkan Yayıncılık,İstanbul, 2006,357

Tablo 4.4: Asya Ülkelerinin İthalat /GSYİH Oralarındaki Değişim

Yıllar / Ülkeler	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Endonezya	0.26	0.27	0.27	0.24	0.25	0.28	0.26	0.28	0.43	0.27	0.32	0.33
G.Kore	0.30	0.30	0.29	0.27	0.29	0.32	0.34	0.36	0.36	0.35	0.42	0.40
Malezya	0.72	0.81	0.74	0.79	0.90	0.98	0.90	0.92	0.93	0.97	1.05	0.98
Tayland	0.42	0.43	0.41	0.42	0.44	0.49	0.46	0.47	0.43	0.46	0.58	0.60

Kaynak: Halil Seyitoğlu, Rıfat Yıldız, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri, Arıkan Yayıncılık,İstanbul, 2006,359

ülkesinin ihracatını olumsuz yönde etkilemiştir. Bu ülkelerin dış ticaretindeki düşüş daha çok ihracatlarının yarısını oluşturan ileri teknoloji ürünlerindeki talep yetersizliğinden kaynaklanmıştır. Tablo 4.3'tende anlaşılacağı üzere, ilgili ülkelerde ithalatın ihracatı karşılama oranı yapılan devalüasyonların ardından önemli ölçüde artış göstermiştir.

Bu ülkelerin uyguladığı kur politikaları, bu ülkelerin ödemeler bilançolarındaki denkleştirici olmayan kalemlerde olumsuz etki doğurmaya başlamıştır. Tayland'ın 1990 yılındaki ihracat/ithalat oranı 0,8 iken, bu oran 1991 ve 1992 yılında 0,9'a çıkmış, ancak ülkenin uyguladığı kur politikaları ve uluslararası piyasalardaki durgunluk ve rekabet gücünün azalması sonucu 1993 yılından sonra tekrar gerileyerek 1996 yılında 0,86'ya gelmiştir. Güney Kore'de ise 1990 yılında ihracatın ithalatı karşılama oranı 0,96 iken, bu oran 1991 yılında 0,9'a düşmüş ve 1993 yılında ise %100'e çıkmıştır. 1993'ten sonra ihracatın ithalatı karşılama oranında düşüşlerin devam etmesi ve 1996 yılında bu oranın 0,87'ye gerilemesi, Güney Kore'nin ihracat gelirlerinin azaldığı ve ithalat giderlerinin artığının göstergesidir. Benzer şekilde, 1994 yılına kadar ihracat/ithalat oranı %100'ün üzerinde olan Endonezya'nın, 1994 yılından sonra özellikle 1995 ve 1996 yıllarında ihraç gelirlerinin azalması ve ithalatının artması, ilgili oranı %100'ün altına düşürmüştür. Bu bir durum, bir yandan kaynaklar üzerinde baskıya neden olurken, diğer yandan ülkelerin uluslararası piyasalardaki rekabet sorunlarının giderek büyümesine yol açmıştır. 1994 yılında krize giren ülkelerle benzer mallar üreten Yuan'ın devalüe edilmesi ve Asya ülkeleri için lokomotif konumdaki ülkelerden Japonya'nın 1990'lı yıllarda girdiği durgunluktan çıkamamış olması sebebiyle, anılan ülkelerin cari açıkları 1990 yılından krize kadar ki döneme kadar sürekli olarak artmıştır

Bu ülkelerin 1990-1996 yılları arasındaki ithalat/GSYİH ve ihracat/GSYİH oranlan incelendiğinde (Tablo 4.4 - Tablo 4.5), Tayland’da krizin yaşandığı döneme kadar ithalatın, GSYİH içinde ihracata oranla daha fazla pay aldığı, ancak 1997 yılından sonra ihracatın GSYİH içindeki payının arttığı görülmektedir. Örneğin 1990 yılında ithalat/GSYİH oranı 0,41 iken ihracat/GSYİH oranı 0,34 olarak gerçekleşmiştir. Yine 1995 yılında ithalat/GSYİH oranı 0,48 iken ihracat/GSYİH oranı 0,41olmuştur. Krizin yaşandığı yılda ise ithalat/GSYİH oranı 0,46 iken, ihracat/GSYİH oranı 0,48 olmuş ve izleyen yıllarda bu dönüşüm devam etmiş, Malezya'da da 1997 yılına kadar ithalatın GSYİH içerisindeki payı oransal olarak büyükken, krizden sonra ithalata göre, ihracat/GSYİH oranı daha büyümüştür.

Özellikle 1990 yılından sonra, bölge ülkelerinin resmi döviz rezervlerinde, krizin yaşandığı döneme kadar, büyük artışlar kaydedilmiştir. Örneğin, Tayland'ın döviz rezervleri 1992-1996 yılları arasında 20,3 milyar dolardan, 38 milyar dolara kadar çıkarken, aynı zamanda ticari bankaların dış borçları 5 milyar dolardan 46 milyar dolar seviyelerine ulaşmıştır (DTM, 1998). Bununla beraber, Malezya'nın da aynı dönemler içerisinde döviz rezervi, 1992 yılında 17,2 milyar dolardan, 1996 yılında 27 milyar dolara yükselmiştir. Güney Kore'de de döviz rezervleri 1992-1996 yılları arasında 17 milyar dolardan 34 milyar dolara kadar çıkmıştır. Krizden etkilenen Asya ülkelerinin tamamında, kriz öncesinde rezervlerde sürekli

Tablo 4.5: Asya Ülkelerinin İhracat /GSYİH Oralarındaki Değişim

Yıllar / Ülkeler	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Endonezya	0.26	0.27	0.29	0.27	0.27	0.26	0.26	0.28	0.53	0.36	0.42	0.41
G.Kore	0.29	0.27	0.28	0.28	0.28	0.30	0.30	0.35	0.50	0.42	0.45	0.43
Malezya	0.74	0.78	0.76	0.79	0.89	0.94	0.91	0.93	1.16	1.21	1.25	1.16
Tayland	0.34	0.36	0.37	0.38	0.39	0.42	0.39	0.48	0.59	0.58	0.67	0.66

Kaynak: Halil Seyitoğlu, Rıfat Yıldız, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri, Arıkan Yayıncılık,İstanbul, 2006,359

Tablo 4.6: Asya Ülkelerinin Rezerv Miktarlarındaki % Değişim

Yıllar / Ülkeler	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Endonezya	0.24	0.13	0.08	0.08	0.130	0.33	-0.09	0.37	0.16	0.08	-0.04
G.Kore	-0.07	0.25	0.18	0.26	0.27	0.04	-0.40	1.55	0.42	0.30	0.07
Malezya	0.12	0.58	0.58	-0.07	-0.06	0.14	-0.23	0.23	0.20	-0.0	0.03
Tayland	0.32	0.16	0.20	0.20	0.23	0.05	-0.30	0.10	0.18	-0.06	0.01

Kaynak: Halil Seyitoğlu, Rıfat Yıldız, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri, Arıkan Yayıncılık,İstanbul, 2006,361

bir artış gözlenmiştir. Bölgeye ve bölge bankacılık sistemine giriş yapan çoğunluğu kısa süreli olan borçlardan yani özel sektöre sağlanan kredilerde meydana gelen aşırı genişleme hacmi bölge ülkelerinin resmi döviz rezervlerindeki bu artışın nedeni olarak gösterilebilir.Bu durum, resmi döviz rezervlerini artırırken, ticari bankaların likiditesini genişletmiş, sonuçta ticari bankaların dış borçları büyümüştür. Kriz ülkelerinin döviz rezervlerinde 1997 yılından sonra, çok büyük miktarlarda azalmalar meydana gelmiş, fakat bu durum çok uzun sürmemiş ve 1998 yılından itibaren döviz rezervlerinde yeniden artış görülmüştür.

Tablo 4.6 incelendiğinde Tayland, Güney Kore ve Endonezya'nın, kriz öncesinde 1990-1996 yılları arasında rezervlerinde meydana gelen artışlar olumlu iken Malezya'da 1994 ve 1995 yıllarında rezervlerinin artma eğiliminden ziyade büyük oranda olmasa da bir azalma eğilimine girmesi düşündürücüdür. Ancak anılan ülkelerin tamamının rezervlerinde 1997 yılında çok büyük azalmalar olmuştur. Tayland'da %30, Malezya'da %23, Güney Kore'de %40 ve Endonezya'da %36 oranında bir

Tablo 4.7: Asya Ülkelerinin Rezerv Miktarlarındaki Değişim (Milyon Dolar)

Yıllar / Ülkeler	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Endonezya	7460	9258	10449	11263	12133	13708	18251	16587	22713	26445	28502	27246
G.Kore	14793	13701	17121	20228	25639	32678	34037	20368	51975	73987	96130	102753
Malezya	9754	10886	17228	27249	25423	23774	27009	20788	25559	30588	29523	30474
Tayland	13305	17517	20359	24473	29332	35982	37731	26180	28825	34063	32016	32355

Kaynak: Halil Seyitoğlu, Rıfat Yıldız, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri, Arıkan Yayıncılık,İstanbul, 2006,360

Tablo 4.8: Asya Ülkelerinin Rezervler/İthalat Oranları

Yıllar / Ülkeler	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Endonezya	0.26	0.27	0.28	0.30	0.27	0.25	0.30	0.43	0.44	0.62	28502	27246
G.Kore	0.20	0.16	0.19	0.21	0.22	0.21	0.20	0.21	0.39	0.49	0.56	0.61
Malezya	0.30	0.27	0.40	0.54	0.37	0.28	0.30	0.31	0.36	0.40	0.31	0.35
Tayland	0.37	0.42	0.45	0.47	0.46	0.45	0.46	0.56	0.53	0.60	0.48	0.47

Kaynak: Halil Seyitoğlu, Rıfat Yıldız, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri, Arıkan Yayıncılık,İstanbul, 2006,352-361 azalma meydana gelmiştir. 1992 yılından sonra rezervlerde meydana gelen değişimin azalarak artması ve 1996 yılıyla birlikte azalmaya başlaması nedeniyle rezervlerde meydana gelen değişimleri bir kriz erken uyarı sinyali olarak algılamak mümkündür.

Finansal serbestliğe sahip ekonomilerde, M2/rezervler oranı, finansal kırılganlığın en önemli göstergelerinden biridir. Devalüasyon korkusuna kapılan yabancı yatırımcılar, ellerindeki yerli para cinsinden tuttukları aktifleri bozdurarak dövize çevirmek istemektedir. M2/döviz rezervleri oranının 1996 ve 1997'de krizden en fazla etkilenen dört Asya ülkesinde de sorun oluşturacak ölçüde yüksek olduğu görülmektedir (Tablo 4.10). Fakat, özellikle de 1996 öncesindeki yıllarda Malezya'da M2/döviz rezervlerine oranının sorun oluşturacak düzeyde olmadığını belirtmek gerekir.

Tablo 4.9 da görüldüğü gibi dört Asya ülkesinin tamamında kısa vadeli dış borçların rezervlere oranı sorun oluşturacak ölçüde yüksektir. Kısa vadeli borçların rezervlere oranının yüksekliğinin dört Asya ekonomisinin hepsi için kriz ön göstergesi olarak uygun bir değişken olduğundan söz edilebilir. Kısa vadeli dış borç oranları Haziran 1997'de sadece G.Kore, Endonezya ve Tayland'da 1'i aşmıştı, ancak Malezya'da Haziran 1994'ten Haziran 1997'ye önemli düzeyde yükselme yaşanmıştır. Kısa vadeli borç/Döviz rezervleri oranı artış yönünde eğilim gösterince, bütün kredi verenler, nakit haldeki döviz rezervlerinin yeterli miktarda olmadığını düşünerek panik havası oluşturmuşlardır.

Tablo 4.9: Doğu Asya Ülkelerinde Kısa Vadeli Dış Borçların Rezervlerine Oranı

Yıllar / Ülkeler	Haziran 1990	Haziran 1994	Haziran 1997
G.Kore	1.06	1.61	2.06
Tayland	0.59	0.99	1.45
Endonezya	2.21	1.73	21.70
Malezya	0.22	0.25	0.61

Kaynak: Halil Seyitoğlu, Rıfat Yıldız, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri, Arıkan Yayıncılık,İstanbul, 2006,205

Tablo 4.10: Doğu Asya Ülkelerinde M2 / Rezervler Oranı

Yıllar / Ülkeler	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1998
G.Kore	6.48	8.33	7.20	6.91	6.45	6.11	6.51	10.50
Tayland	4.49	4.10	4.10	4.05	3.84	3.69	3.90	5.29
Endonezya	6.16	5.51	5.61	6.09	6.55	7.09	6.50	7.37
Malezya	2.91	2.99	2.64	2.09	2.47	3.33	3.66	4.99

Kaynak: Halil Seyitoğlu, Rıfat Yıldız, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri, Arıkan Yayıncılık,İstanbul, 2006,201

4.2. RUSYA (1998), TÜRKİYE (2000-2001) VE ARJANTİN (2001) KRİZLERİ

Küreselleşme sürecinin artarak devam ettiği günümüz ekonomilerinde dünyanın herhangi bir tarafında meydana gelen bir kriz kısa süre içerisinde, etkileri farklı olmakla birlikte diğer ülkeleri de doğrudan ve dolaylı olarak etkilemektedir. Bu sebeple, ekonomik karar vericiler açısından sadece ülkelerinde olup bitenler ve bunlara yönelik tedbirler değil, aynı zamanda dünyanın geri kalanında neler olup bittiğini de takip etmek ve gerekli tedbirleri vakit kaybetmeden almak bir zorunluluk olarak karşımıza çıkmaktadır. Nitekim 1997 yılında Asya ülkelerinde başlayıp kısa sürede etkisi diğer ülkelere de yayılan kriz Rusya, Türkiye ve Arjantin'i de etkilemiş ve zaten sıkıntı içerisinde olan bu ekonomilerin ciddi sorunlar yaşamalarında önemli bir etken olmuştur.

4.2.1. Kriz Sinyallerinin Analizi

Yukarıda ele alınan üç kriz olayında söz konusu ülkelerin cari hesap dengesi, ithalat ve ihracatın GSYİH içindeki payları, ticari denge, uluslararası rezerv göstergeleri ve sermaye hareketlerinin incelendiğinde görülecek durumlar aşağıda açıklanmaktadır.

Tablo 4.11 de Rusya, Türkiye ve Arjantin'in cari hesap dengesi görülmektedir. Rusya'nın ödemeler dengesi ülke ekonomisi için oldukça önemli bir yer tutan enerji kaynaklarının fiyatlarındaki düşüşe paralel olarak bozulmaya başlamış, cari hesap açısından 1996'da 11,7 Milyar dolar olan fazlalık, 1997'de 2 Milyar dolar seviyesine inmiştir. Krizin ortaya çıktığı 1998 yılında ise 659 Milyon dolara kadar gerileyen fazla, krizi takip eden yıllarda artmış eğilimi göstermeye başlamış ve 1999-2001 yılları arasında sırasıyla; 24,7, 47 ve 34,6 Milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Ülkemiz ekonomisinde 1990 yılında 2,6 milyar dolar olan açık, 1994 krizi öncesi 1993 yılında ciddi şekilde artarak 6,4 milyar dolara çıkmıştır. 2000 krizine kadar olan dönemde bir iki yıl fazlalık veren cari hesap, 1999'da 1,4 ve 2001 krizi öncesi 2000 yılında ise yaklaşık 10 milyar dolar açık vermiştir.

1990'lı yıllarda oldukça parlak bir dönem geçiren Amerikan ekonomisi ve değer kazanan dolar, parasını dolara endekslemiş olan Arjantin'in rekabet gücünü önemli ölçüde azaltmış, bozulan dış ticaret dengesi paralelinde Arjantin 1991'den bu yana devamlı olarak

Tablo 4.11: Arjantin, Rusya ve Türkiye'nin Cari Hesap Dengeleri

Yıllar /Ülkeler	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Arjantin	4552	-647	-5660	-8169	-11171	-5175	-6825	-12243	-14532	-11902	-8879	-4554
Rusya	-	-	-	-	8292	7457	11725	2032	659	24730	47293	34621
Türkiye	-2625	250	-974	-6433	2631	-2338	-2437	-2638	1984	-1360	-9819	3396

Kaynak: Halil Seyitoğlu, Rıfat Yıldız, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri, Arıkan Yayıncılık,İstanbul, 2006,367

Tablo 4.12: Arjantin, Rusya ve Türkiye'nin Cari Hesap/GSYİH Dengeleri

Yıllar /Ülkeler	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Arjantin	0.06	-0.003	-0.02	-0.03	-0.04	-0.02	-0.03	-0.04	-0.05	-0.04	-0.03	-0.02
Rusya	-	-	-	-	0.05	0.02	0.03	0.005	0.005	0.14	0.18	0.12
Türkiye	-0.02	0.002	-0.01	-0.05	0.03	-0.02	-0.02	-0.02	0.01	-0.01	-0.05	0.03

Kaynak: Halil Seyitoğlu, Rıfat Yıldız, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri, Arıkan Yayıncılık,İstanbul, 2006,367 cari işlemler açığı vermiştir. 1991 yılında 657 milyon dolar olan cari açık, 1994 ve 1998 yıllarında sırasıyla; 11,2 ve 14,5 Milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu açık kriz öncesi 2000 yılında ise, 8,9 milyar dolar olmuştur.

Tablo 4.12'de Rusya, Türkiye ve Arjantin'in cari hesaplarının GSYİH içindeki payları görülmektedir. Rusya'da özellikle kriz öncesi ve krizin olduğu 1998 yılında cari hesabın GSYİH içerisindeki payı pozitif olmakla birlikte çok ciddi düşüş göstermiştir. Söz konusu oran 1994'de %5 iken, 1997 ve 1998'de %05 olarak gerçekleşmiştir. Rusya 1997 ve krizin yaşandığı 1998 yılı hariç bu gösterge bakımından Türkiye ve Arjantin'den oldukça iyi durumda olduğundan bu gösterge Rusya açısından bir kriz erken uyarı sinyali olarak değerlendirilemez.

Türkiye'de, 1994 krizi öncesi 1990-1992 arası %2 ile %0,2 aralığında gerçekleşmiş olan söz konusu gösterge, 1993 yılında %4,7, krizin olduğu 1994 yılında %2,6 olmuş, tabip eden 1996-1997 yıllarında %2, 1998-1999 yıllarında %1, 2000 yılında %5 ve 2001 yılında %2.7 olarak gerçekleşmiştir. Buna karşılık Arjantin'de bu oran 1997-2000 döneminde sırasıyla; %4,2, %4,9, %4,2 ve %3 olarak gerçekleşmiştir. Buna göre, GSYİH içerisindeki payı %5 ve üzerinde olduğu zaman tehlike sinyalleri veren cari açık Rusya ve Türkiye açısından kriz öncü göstergesi olarak kabul edilemezken, Arjantin'de 1997-2000 yıllan arasında çok yüksek oranlarda seyreden bu göstergenin kriz erken uyan sinyali olarak alınması mümkündür. Nitekim Arjantin'de söz konusu dönemde kısa ve uzun süreli sermaye hesaplarında belirgin bir azalma ve buna ilave olarak rezervlerde ciddi bir erime olmuştur.

Rusya'nın en önemli ihraç kalemleri arasında bulunan başta petrol olmak üzere doğal kaynaklarının fiyatlarında 1990'lı yılların ortalarından itibaren görülen düşüş Rusya'nın gerek ihracat gerekse de ithalatını önemli ölçüde etkilemiş, petrol fiyatlarında yüzde 50'lere varan düşüşler yaşanması, ihracatının %36'sını petrolün oluşturduğu Rusya'yı olumsuz yönde etkilemiştir. Özellikle Asya Krizinin yol açtığı talep daralmasının etkisiyle düşen petrol fiyatlarının Rus Hükümetine maliyetinin 35 milyar dolar civarında olduğu tahmin edilmektedir (DTM, 1998). İhracat 1995 yılında 92 Milyar dolar iken kriz öncesi 1997 yılında 99 Milyar dolara çıkmış; aynı dönemde ithalat 80 Milyar dolardan 87 Milyar dolara yükselmiştir. Krizin yaşandığı 1998 yılında ise, çok ciddi bir düşüşle ihracat 40,6; ithalat ise 30,8 Milyar dolara gerilemiştir. Ruble'nin Ağustos sonrasında birkaç hafta içerisinde dolar karşısında %217 değer kaybetmesi ve Ruble Dolar paritesinin l$=6,3 Rubleden 15=20 Rubleye yükselmesiyle ortaya çıkan rekabet avantajının sonucu olarak ihracat 1999, 2000 ve 2001 yıllarında ise sırasıyla; 77,3; 115 ve 110,7 Milyar dolara yükselmiştir, ihracatın 1992 yılında GSYİH içerisindeki payı %62 iken, bu pay 1995'de %27,7'ye, kriz öncesi 1997 yılında ise %24'e gerilemiştir. 2001 yılında ise tekrar %37'ler seviyesine çıkmıştır. Aynı yıllarda ithalatın GSYİH içerisindeki paylan sırasıyla; %48, %24 ve %21 iken bu oran 2001 yılında %24 olarak gerçekleşmiştir. 2000 yılı sonunda, ticaret fazlası 60,7 Milyar dolar olmuştur.

Üç ülkenin 1990-2001 yıllan arası ihracat ve ithalatlarının GSYİH içerisindeki paylarının gelişimi Tablo 4.13 ve 4.14'de verilmiştir. İthalatının önemli bir

Tablo 4.13: Arjantin, Rusya ve Türkiye'nin İthalat/GSYİH Oranları

Yıllar /Ülkeler	**1990**	**1991**	**1992**	**1993**	**1994**	**1995**	**1996**	**1997**	**1998**	**1999**	**2000**	**2001**
Arjantin	0.05	0.06	0.08	0.09	0.11	0.10	0.11	0.127	0.129	0.12	0.11	0.10
Rusya	-	-	0.48	0.30	0.23	0.24	0.20	0.20	0.23	0.26	0.24	0.24
Türkiye	0.17	0.16	0.17	0.19	0.20	0.24	0.27	0.3	0.28	0.26	0.31	0.31

Kaynak: Halil Seyitoğlu, Rıfat Yıldız, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri, Arıkan Yayıncılık,İstanbul, 2006,369

Tablo 4.14: Arjantin, Rusya ve Türkiye'nin İhracat/GSYİH Oranları

Yıllar /Ülkeler	**1990**	**1991**	**1992**	**1993**	**1994**	**1995**	**1996**	**1997**	**1998**	**1999**	**2000**	**2001**
Arjantin	0.10	0.08	0.07	0.07	0.08	0.09	0.10	0.10	0.10	0.09	0.10	0.11
Rusya	-	-	0.62	0.38	0.28	0.28	0.25	0.24	0.31	0.44	0.44	0.37
Türkiye	0.13	0.13	0.15	0.14	0.21	0.20	0.21	0.25	0.24	0.23	0.24	0.33

Kaynak: Halil Seyitoğlu, Rıfat Yıldız, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri, Arıkan Yayıncılık,İstanbul, 2006,368

kısmı ara ve yatırım malı olan ve bu nedenle ihracatı ithalata bağlı olan Türkiye, 1990-1993 yılları arası ihracatını neredeyse hiç arttıramamış ve bu dönemde yaklaşık 18 Milyar dolar'lık bir ihracat rakamına ulaşmıştır. Bu dönemde ithalatı ise 23,5 Milyar dolardan 26,5 Milyar dolara çıkmıştır. 1994 krizinde yapılan devalüasyonun da etkisiyle 1994-1998 arası ihracatta belirgin bir artış kaydedilmiş ve söz konusu dönemde ihracat 1998 yılı itibarıyla 40,4 Milyar dolara ithalat ise 46 Milyar dolara yükselmiştir. 2000 ve 2001 krizleri öncesi 1999 yılında ihracat 33, ithalat 38 Milyar dolara gerilemiştir. Krizin yaşandığı yıl ihracat 44,5 ve ithalat 58,3; 2001 kriz yılında ihracat 41,5 ve ithalat 38,5 Milyar dolar olmuştur. İhracatın GSYİH içerisindeki payları 1993 yılında %13,6 ve 1999 yılında %23 iken, kriz yılları olan 2000 ve 2001'de %24 ve %33,7 olmuştur, ithalatın aynı dönemde GSYÎH içerisindeki payı sırasıyla; %19, %26,8, %31,4 ve %31,3 olmuştur. Sadece 2001 yılında, yapılan devalüasyonun da etkisiyle ihracatın GSYİH içerisindeki payı ithalatın payından daha fazla olmuştur.

İhracat 1991'de 14 Milyar dolar iken, 1997 yılında 30,8; kriz öncesi 2000 yılında 30,9 ve 2001 kriz yılında 30,7 Milyar dolar olmuştur. Görüldüğü gibi Arjantin'de 1997-2001 yılları arası ihracat neredeyse aynı kalmıştır. Aynı yıllarda ithalat değeri sırasıyla; 11; 37,4; 32,7 ve 27,3 milyar dolar olarak gerçekleşmiş, ihracatın GSYİH içerisindeki payı, 1991'de %7, 1997'de %10, kriz öncesi 2000 yılında %10,8 ve krizin çıktığı 2001 yılında ise %11,4 olmuştur. Aynı dönemde ithalatın GSYİH içerisindeki payı sırasıyla; %6; %12,7; %11,5 ve %10,2 olarak gerçekleşmiştir.

Rusya'da 1990 yılından 2001 yılına kadar söz konusu oran izlendiğinde, bu oranın sürekli olarak l'den büyükken, Türkiye'de söz konusu oran, 1990 yılında 0,75 olmuş ve 1993'de 0,71'e gerilemiş, krizin yaşandığı 1994 yılında ise 1,05 olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca, 1995-1999 yıllan arasında 0,80 olan bu oran, 2000 krizinin yaşandığı yılda 0,76 ve 2001 yılında ise 1,07 olarak gerçekleşmiştir. Arjantin'in 1990 yılında ihracat/ithalat oranı 2,5 iken bu oran 1992'de 0,80'e, 1994'de de 0,70 oranına kadar gerilemiştir. Ancak 1995 yılından sonra 0,95, 1998 yılında 0,80 ve 2000 yılında ise 0,95 olarak gerçekleşmiştir. Tablo 4.15 te Rusya, Türkiye ve

Tablo 4.15: Arjantin, Rusya ve Türkiye'nin İhracat/İthalat Oranları

Yıllar /Ülkeler	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Arjantin	2.25	1.27	0.80	0.74	0.71	0.96	0.94	0.82	0.80	0.85	0.94	1.12
Rusya	-	-	1.29	1.25	1.20	1.14	1.20	1.14	1.32	1.65	1.84	1.54
Türkiye	0.75	0.83	0.83	0.71	1.04	0.82	0.77	0.81	0.87	0.86	0.76	1.076

Kaynak: Halil Seyitoğlu, Rıfat Yıldız, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri, Arıkan Yayıncılık,İstanbul, 2006, 370

Tablo 4.16: Arjantin, Rusya ve Türkiye'nin Rezervlerinde Meydana Gelen Değişimi (Dolar)

Yıllar /Ülkeler	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Arjantin	4592	6005	9990	13791	14327	14288	18104	22320	24752	26252	25147	14553
Rusya	-	-	-	5835	3980	14383	11276	12895	7801	8457	24264	32542
Türkiye	6050	5144	6159	6272	7169	12442	16435	18658	19488	23345	22488	18879

Kaynak: Halil Seyitoğlu, Rıfat Yıldız, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri, Arıkan Yayıncılık,İstanbul, 2006, 370

Arjantin'e ilişkin olarak ihracatın ithalatı karşılama oranını göstermektedir.

Cari işlemlerle ilgili önemli bir gösterge olarak uluslararası rezervler üç ülke için incelendiğinde şu sonuçlara ulaşılmaktadır. Asya piyasalarındaki krizi müteakiben yabancı yatırımcıların Rus sermaye piyasasından çıkmaları Ruble üzerinde baskı yaratmış, mevcut döviz rezervleri ile Merkez Bankası Ruble'yi belirlenen sınırlarda tutamamış ve dalgalanmaya bırakmıştır. 1993 yılında 5,8 Milyar dolar olan rezervler, 1997 yılında 12,9 Milyar dolara yükselmiş, krizin olduğu 1998 yılında ise 7,8 Milyar dolara gerilemiştir. 2000 ve 2001 yıllarında ise 24,3 ve 32,5 Milyar dolar seviyesine yükselmiştir. Her üç ülkenin rezervlerinde meydana gelen değişmeler Tablo 4.16'da görülmektedir.

Ülkemiz açısından rezervlerde meydana gelen değişmelere bakıldığında, 1990-1994 yılları arasında ortalama 6 Milyar dolar olan rezervler, 1995 yılından sonra artmaya başlamış ve 1995-1998 ortalaması yaklaşık 16,5 Milyar dolar olmuştur. Rezervlerdeki artış 1999-2001 aralığında da devam etmiş ve bu dönem ortalaması 21,5 Milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Arjantin'de Konvertibilite planının uygulanmaya başladığı 1991 yılında 6 Milyar dolar olan rezervler 1993 yılına kadar önemli bir artış kaydederek 13,8 Milyar dolar seviyesine kadar çıkmıştır. 1994-1995 aralığında 14,3 Milyar dolar düzeyinde kalarak önemli bir tutarda değişmeyen rezervler daha sonraki yıllarda tekrar artmaya başlamış ve 1996 ve 2000 yıllarında sırasıyla; 18,1 ve 25,1 Milyar dolar olmuş, 2001 yılında ise önemli oranda azalarak 14,5 Milyar dolar seviyesine gerilemiştir.

Krizleri önceden tahmin etme çabalarının uzun bir geçmişi olmakla birlikte, krizlerin zamanlaması ile büyüklüğünün önceden net bir şekilde saptanması mümkün olmamaktadır. Krizler ortaya çıkmadan önce bir takın erken uyarı sinyalleri vermekte, ancak izlenen politikaların etkinsizliği veya sorunları tamamen ortadan kaldıracak politika üretilmemesi krizlerin yaşanmasını kaçınılmaz kılmaktadır.

Kriz yaşayan ülkeler açısından cari hesapla ilgili değişkenlerden; dış ticaret, cari açık, rezervlerdeki değişim oranı ve sermaye hesabındaki hareketlilikler olası bir kriz açısından önemli ipuçları vermektedirler.

Ele alınan dönemde yükselen piyasalarda yaşanan krizleri tetikleyen olgu, sabitlenmiş kur rejiminde göreli olarak yüksek seyreden yurtiçi faizlerle önemli oranda yabancı sermaye çekilmesi ve artan cari işlem açığının bu şekilde finanse edilmesidir. Elde edilen sonuçlar, cari açık ile sermaye girişleri arasında bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır. Cari açık/ GSYİH oranı % 4-5'in üzerinde olan ülkelerde, cari açığın sürdürülemez boyutlara ulaşması ve kriz öncesinde ülkelerin çoğunda kısa süreli sermaye kaçışlarının yaşanmış olması, bu göstergelerin krizi tetikleyen erken uyarı sinyalleri olarak algılanabileceğini göstermektedir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

1990'lı yıllarla birlikte daha kısa aralıklarla yaşanan krizler, piyasaları kırılgan hale getirmiş bu kırılganlık ise krizlere neden olmuştur. Kriz-istikrarsızlık-kriz döngüsü, dünyadaki tüm ülke ekonomilerini etkilemekle birlikte özellikle gelişmekte olan piyasalarda daha etkili olmuş ve istikrarsız ekonomiler oluşturmuştur. Yaşanan bu sürekli krizler, krizin önceden tahmin edilebilmesini, krizin etkin bir şekilde yönetilmesini ve krizden nasıl korunulabileceği gibi konuları gündeme getirmiştir.

Krizlerin önceden tahmin edilip edilemeyeceği ekonomideki bir takım göstergelerin, kriz sinyali olup olamayacağı konuları ekonomistlerin tartıştığı ve cevabını bulmak istediği konular olmuştur. Bu soruların cevabını bulmak amacıyla, krizlerin oluşumunu açıklamaya yönelik farklı modeller geliştirilirken, bu modellerle birlikte krizin öncü göstergeleri olarak kabul edilen bir takım ekonomik göstergeler incelenmiştir. Bu çalışmalar, çeşitli büyüklüklerin krizlerin oluşmasından önce nasıl bir değişim gösterdiğini ve buna göre krizlerin önceden tahmin edilip edilemeyeceğini araştırmıştır.

1990'lardan itibaren istikrarsızlık-kriz-büyüme-istikrarsızlık üçgeninde bir kısır döngü içerisine itilmiş gibi görünen ekonomilerden biri de ülkemiz ekonomisidir. Ekonomimiz, son çeyrek asır boyunca sürekli bir kriz süreci içindedir. Eldeki bu öncü göstergeler, yaşanan bu kriz sürecinin açıklanması için bir model oluşturabilir düşüncesiyle, Cumhuriyet tarihinin en büyük krizleri olan Kasım ve Şubat krizleri öncü göstergeler açısından incelenmiştir ve inceleme sonucunda bu deneyimlerin önemli bir tecrübe oluşturacağı görülmüştür. 1990 tarihinden itibaren, kriz öncü sinyalleri alınmıştır. Seçilen makroekonomik büyüklüklerin kritik değer aralığında olduğu, Kasım ve Şubat krizleri için öncü bir reel ekonomik gösterge olduğu görülmüştür. Son söz olarak yaşanan son krizlerin eldeki verilerle geleceğinin öngörülebileceği sonucuna ulaşılmıştır. Bu göstergelere siyasi faktörlerin eklenmesiyle de kriz kaçınılmaz olmuştur. En azından öncü göstergeler dikkate alınsa tarihin en büyük krizleri olarak nitelendirilen bu krizler önlenemese de daha hafif bir şekilde atlatılabilmesi mümkün olabilecekti.

KAYNAKÇA

Akdiş, Muhammet , (2002) . Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye'de Finansal Krizler-Beklentiler. *Dış Ticaret Müsteşarlığı, Dış Ticaret Dergisi*, Yıl:7, Sayı:26, s.1-45.

Akdiş, Muhammet, (2004). Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi, *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*, Yıl:6, Sayı:36, s.36 – 48.

Aktan, Coşkun Can; Hüseyin Şen, (2001). Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri", *Yeni Türkiye, Ekonomik Kriz Özel Sayı II*, Sayı:42, Kasım –Aralık 2001, s. 1225-1230.

Apak, Sudi (2002). Arjantin Ekonomik Krizi ve Türkiye, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı:14, ss:41 – 47.

Arıoğlu, Ergin,- Yılmaz, A., Osman, (2001). 1985-2000 Döneminde Türkiye Ekonomisi'nin Kısa Bir Değerlendirmesi, *Türkiye Maden Mühendisleri Odası, Çalışma Raporu*, No: 9, İstanbul.

Aydoğuş, Osman, (2009). 2008-09 Küresel Krizi'nden Geçerken Türkiye Ekonomisi Üzerine Bazı Gözlem ve Değerlendirmeler, *TİSK Akademi*, 4(2), ss. 27-49.

Bahçeci, S., (1997). Ortodoks ve Heterodoks İstikrar Programları: Seçilmiş Ülke Örnekleri ve 1994 Türkiye Deneyimi, *D.P.T. Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü*, Ankara.

Balmumcu, Özgür. (2010). *Mortgage Krizinden Türkiye'nin Krizine Giden Süreçte Keynesyen Politikaların Hatırlanışı, Yayınlanmamış Makale, ss: 1 – 19*

Berksoy, Taner, (2001). Program Felsefe İtibariyle Doğru, www.active-finans.com, Erişim Tarihi: 15 Ekim 2009.

Boratav, Korkut ve Yılmaz Akyüz, (2002). Türkiye'de Finansal Krizin Oluşumu**,** İktisat İşletme Ve Finans Dergisi, Cilt: 17, Sayı: 197, ss: 14 – 46.

Boratav, Korkut, (2001). 2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri, *İşletme-İktisat Finans Dergisi*, Yıl: 16, Sayı: 186, s. 7 – 16.

Bulutay, Tuncer, (2009). Kriz ve Kriz Sonrası Ekonomi: Finansta Olası Gelişmeler, *Mülkiye*, 33(263), ss: 27-60.

Bussiere Matthieu and Fratzscher Marcel, (2002). Towards a New Early Warning System of Financial Crises, *European Central Bank Working Paper Series*, No:145.

Calvo, G. ve Mendoza, E.G, (1996). Mexico’s Balance of Payments Crisis: A Chronicle of a Death Foretold, *Journal of International Economics, Elsevier*, vol. 41(3-4), pp: 235-264.

Çakman, Kemal ve Umut Çakmak (2001). Krizin Oluşumu Üzerine Yorumlar ve Prognoz, *İktisat-İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı: 185, Ağustos, s. 48 – 69.

Çolak, Ömer Faruk, (2009). 2008 Krizinin 1929 Krizi ile Benzerlikleri Üzerine Bir Analiz, *TİSK Akademi*, 4(2), ss. 51-69.

Delice, G. (2002). Arjantin’de Finansal Reformlar ve 2001 Krizi**,** *DEÜ İşletme Fakültesi Dergisi***,** 3. 2, 162–186.

Delice, Güven, (2003). Finansal Krizler: Teorik Ve Tarihsel Bir Persfektif, *Erciyes Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı:20, ss. 57 – 81.

Demir vd (2008), *ABD Mortgage Krizi,* Çalışma Tebliği, B.D.D.K. Yayınları, Ağustos 2008.

Demirgüç-Kunt, A. and E. Detragiache (1998), The Determinants of Banking Crises: Evidence from Developed and Developing Countries, *IMF Staff Papers,* 45(1).

DTÖ Türkiye Daimi Temsilciliği (1998). Doğu Asya Krizi, *Dış Ticaret Dergisi,* http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/mart98/1douasya.html , Erişim Tarihi: 17.02.2008.

Durmuş, Mustafa, (2009). Kapitalizmin Krizi ve Türkiye Yansımaları, *Mülkiye Dergisi*, 33(263), ss. 9 – 26.

Edwards, S. (1998). Interest Rate Volatility, Capital Controls and Contagion**.** NBER Working Paper. 6756.

Eğilmez, Mahfi, (2001). Kasım 2000 Krizi Üzerine, www.ntvmsnbc.com , Erişim Tarihi: 28 Mart 2009.

Eichengreen, B.; A. Rose and C. Wyplosz (1997), Contagious Currency Crises http://facultv.haas.bcrkclcy.edu/arosc/congtn.pdf, Erişim Tarihi: 15 Mayıs 2009.

Erdemir, Namık Kemal. (2005). *Enflasyon Muhasebesi Uygulamalarında Meydana Gelen Aksaklıklar ve Çözüm*

Önerileri, Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya

Eren, Aslan, Süslü, Bora, (2001), Finansal Krizler Işığında Türkiye'de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi, *Yeni Türkiye*, Sayı: 41, İstanbul.

Esquivel, L. and Larrain, B. (1998). Explaining Currency Crises. Harward Institute of Development Discussion Papers**.** 666, 1–38.

Feldstein, Martin, (2002). Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies: Overview of Prevention and Management**.** *National Bureau of Economic Research Working Papers,* 8837, http://www.nber.org/papers/w887, Erişim Tarihi: 13.09.2008.

Foster, John B. ve Magdoff Fred; (2009). Finansal Sıkışma ve Durgunluk: Reel Ekonomiye Dönüş, *Monthly Review*, 20, ss. 17-48.

Foster, John B.; (2008). Durgunluk, Kriz, Emek. *Neoliberalizm ve Kriz*, Kalkedon Yayınları, ss. 49-63.

Goldstein, M. ve Turner, P. (1996). Banking Crises in Emerging Economies: *Origins and Policy Options. Social Science Research Network Papers. 52074.*

Goodhart CAE (2007) , The Background to the 2007 Financial Crisis, *Springer-Verlang*.

Güloğlu, Bülent, Altunoğlu, A., Ender (2002). Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri, *İstanbul Üniversitesi, Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, No:27, İstanbul.

Hiç, Mükerrem, (2001). Ekonomik Kriz Anatomisi, Sonuçlar ve Alınacak Dersler, *Yeni Türkiye Dergisi*, Cilt:1, Yıl:7 Sayı: 41, s. 518-523.

http://www.econturk.org/turkiye.htm, E.T: 28.11.2009

İmer, Evrim, (2003). Genel Kabul Gören Gözlemler Açısından Türkiye Ekonomisindeki Krizler ve Krizlerin Bulaşıcılığı Üzerine Bir Uygulama, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.

Kaminsky Graciela ve Reinhart Carmen, (1998). Financial Crisis in Asia and Latin America; Then and Now, *The American Economic Review*, Vol.88, No.2, s.444.

Kaminsky Graciela, Saul Lizondo and Carmen M. Reinhart, (1997). *Leading Indicators of Currency Crises, IMF Working Paper***,** No:79, July, Washington DC.

Karluk, Rıdvan, (1999). *Türkiye Ekonomisi: Tarihsel Gelişim, Yapısal ve Sosyal Değişim*, İstanbul.

Karluk, Rıdvan, (2002) *Türkiye Ekonomisi*, Beta Yayınları, İstanbul.

Keyder, Nur, (2000). *Para Teori Politika ve Uygulama*, Ankara

Keyder, Nur, (2001). Türkiye'de 2000-2001 Krizleri ve İstikrar Programları, *İktisat-İşletme ve Finans Dergisi*, ss: 37-53.

Kibritçioğlu Aykut; (2001). Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler**,** 1969-2001.

Mancı, Ali Rıza, (2006). *Küreselleşme, Türkiye'nin Ekonomik Küreselleşmesi ve Krizler*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Şanlıurfa.

Martinez O., (1998). Les Enseignement de la Crise Mexicaine et le Redressement de l'Asie, *Finance&Développement*, s.6 – 9.

Morgil, Orhan,(2001). Türkiye'de Ekonomik Kriz ve İstikrar Programları, *Yeni Türkiye Dergisi*, Cilt:1, Yıl:7 Sayı: 41, s. 610-617.

Ongun, M. Tuba, (2001). İstikrar Arayışından Krize: Bir Değerlendirme, *Gazi Üniversitesi Dergisi*, Ankara. s. 1-13.

Oruç, Bora, (2002). Finansal Sistemlerin Ekonomik Kalkınma ve Krizler Üzerindeki Etkileri: Türk Sermaye Piyasaları, *Sermaye Piyasası Kurulu, Piyasa Gözetim ve Düzenleme Dairesi, Yeterlilik Etüdü*, Ankara.

Özer, Mustafa (1999). *Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar*, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir.

Parasız, İlker ve Başoğlu Ufuk, (1999). *Türkiye'de Ekonomik Kriz, İnandırıcılık ve İstikrar*, http://www.ufukbaşoglu.com, Erişim Tarihi: 10.01.2010

Poret P., (1998). Les Flux de Capitaux: Leçons d'Asie, *L'observateur de l'OCDE*, No :214, s.39-42.

Radelet, S. ve Sachs, J.D., (1998). *The East Asian Financial Crises: Diagnosis, Remedies, Prospects. Brooking Papers on Economic Activity.1.*

Sachs, J.D., Tornell, A. ve Velasco, A., (1996). Financial Crises In Emerging Markets: The Lessons from 1995. *Harvard Institute of Economic Research Working Papers***.** 1759, pp: 1–68.

Salant, Stephen, and Dale Henderson, (1978). Market Anticipation of Goverment Gold Policies and The Price of Gold, *Journal of Political Economy,* 86, August, p. 627.

Sevig, Veysi, (2001). Ekonomik Krize Neden Olan Kamusal Karar Eksikliği-Yetersiz Vergileme, Aşırı Harcama Eğilimleri, *Yeni Türkiye Dergisi*, Cilt:1, Yıl:7 Sayı: 41, s. 785-797.

Seyidoğlu, Halil,(2001). *Uluslararası İktisat (*14. Baskı), İstanbul : Güzem Yayınları.

Seyitoğlu Halil ve Yıldız Rıfat, (2006). *Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri*, İstanbul: Arıkan Yayıncılık,

Singh, K. (1999). The Globalization of Finance: A Citizen's Guide. IPSR Books: South Africa**.**

Susam, Nazan ve Bakkal, Ufuk, (2008). Kriz Süreci Makro Değişkenleri ve 2009 Bütçe Büyüklüklerini Nasıl Etkileyecek?, *Maliye Dergisi*, s: 155, ss. 72-88.

Topallı, Nurgün (2006). *Finansal Krizler ve IMF'nin Kriz Politikaları*, Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri.

Topcu, Ayhan ve Mutan, O. Can, (2009). Hisse Senedi Piyasası Çalkantıları İçin Erken Uyarı Sistemi: Türkiye Örneği, *İstatisçiler Dergisi*, Sayı: 2 ss: 37 – 47

Toprak, Metin, (2001). *Küreselleşme ve Kriz*, Siyasal Kitabevi, Ankara.

Tunca, Zafer, (1998). Asya Krizinde Yapısal Sorunlar, *İ.S.O. Dergisi*, Sayı: 386, ss: 33 – 34.

Ural, Mert ve Balaylar, Nilgün (2007). Bankacılık Sektöründe Yüksek Risk Alımı ve Baskı İndeksleri, *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar* Cilt: 44 Sayı:509

Uygur, Ercan, (2001). *Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri*, Türkiye Ekonomi Kurumu, Tartışma Metni, No:2001/1, Ankara.

Ülgen, Gülden, (1999). İkinci Yılında Küresel Kriz ve Dünya Ekonomisi, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Yıl: 36, Sayı:7 ss: 13

Ünal, Ali ve Hüseyin Kaya, (2009). Küresel Kriz ve Türkiye, *Ekopolitik Raporu,* http://www.scribd.com/doc/13705867/Kuresel-Kriz Erişim Tarihi: 10.02.2009

Yeldan, Erinç, (2001a). *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi*, İstanbul: İletişim Yayınları.

Yeldan, Erinç, (2001b). Türkiye'de IMF Destekli Enflasyonla Mücadele Programı Bir İstikrar ve Düzen Programı mı Yoksa Fakirleşme ve Mali Kaos Reçetesi mi?, *Yeni Türkiye, Ekonomik Kriz Özel Sayısı I*, Sayı 41,ss: 570-586.

Yentürk, Nurhan, (2002). Arjantin Krizi: Dış Borç İle Tango, *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl: 17, Sayı:1, ss: 51 – 66.